Centraal Planbureau

CPB Notitie

Aan: De Tweede Kamer

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510
2508 GM Den Haag

T (070)3383 380
I www.cpb.nl

Contactpersoon
Sander van Veldhuizen
Benedikt Vogt
Bert Smid

Datum: 30 mei 2016
Betreft: CPB Risicorapportage Financiële Markten 2016

1 Inleiding

De Tweede Kamer heeft, als vervolg op de aanbevelingen van de Commissie De Wit, het Centraal Planbureau (CPB) en De Nederlandsche Bank (DNB) verzocht om minimaal één keer per jaar een rapportage te maken over de internationale en nationale macro-economische ontwikkelingen in samenhang met ontwikkelingen in de financiële sector. De analyse, gepubliceerd sinds 2012, beperkt zich tot een beschrijving van de belangrijkste risico's voor de Nederlandse economie.

Hoofdpunten

De kredietcrisis en eurocrisis illustreerden een aantal jaar geleden hoe sterk de wisselwerking tussen de financiële en reële sector kan zijn. Waar we in 2012 en 2013 de eurocrisis als belangrijkste risico voor de Nederlandse economie benoemden, constateerden we in 2014 dat er aanzienlijke vooruitgang was geboekt bij het stabiliseren van de eurozone, de eerste tekenen van herstel zijn zichtbaar. In 2015 lieten financiële marktindicatoren toenemend vertrouwen zien en bevond de economie in Europa en Nederland zich op een pad van gematigd herstel.

Het bijproduct van de eerdere reddingsacties om de banken en de eurocrisis te bezweren brengen in hun kielzog evenwel weer nieuwe uitdagingen met zich mee. Het crisisinstrumentarium is vrijwel uitgeput, er lijkt weinig ruimte om nieuwe schokken te absorberen. Overheidsschulden in Europa zijn hoog, het monetair beleid loopt tegen zijn grenzen aan. Het afbouwen van expansief monetair beleid in een vervlochten wereldeconomie blijkt lastig. Tegelijkertijd verdween met het minder acuut worden van de eurocrisis het gevoel van urgentie voor verdere versterkingen in het institutionele raamwerk van de EU. Hoewel het economische herstel in de eurozone gestaag maar niet uitbundig doorzet, wijzen financiële marktindicatoren in de eerste maanden van 2016 op een toegenomen nervositeit.

1. Mondiaal zet het gematigde economisch herstel door, maar het beeld verschilt over de regio's. Het eurogebied vertoont herstel, maar de opkomende markten, en met name China, haperen. De onzekerheid over de groei in met name China en een dalende olieprijs vormen aanleiding voor aanhoudende turbulentie op de financiële markten.
   Daarnaast blijft het monetaire beleid van centrale banken in de ontwikkelde economieën ruim. De ECB heeft nu ongeveer de helft van het verlengde QE programma van 1740 mld euro uitgevoerd. Maar het risico bestaat dat monetaire maatregelen uitgewerkt raken als na verloop van tijd expansief beleid als normaal wordt beschouwd. Een ander ongewenst neveneffect van QE is de lagere prikkel voor overheden om hun schulden te verlagen en structurele hervormingen door te voeren. Immers, de lage rente drukt de financieringskosten van overheden. Ook zorgt extreem ruim monetair beleid via aankopen op de obligatiemarkt voor teruglopende liquiditeit en marktvolatiliteit. Tot slot plaatst de toekomstige afbouw van het onconventionele monetaire beleid nieuwe beleidsmakers in de ontwikkelde economieën voor nieuwe uitdagingen. Een draaiboek voor een exitstrategie is niet voorhanden en recente pogingen van de Fed illustreren dat het afbouwen van expansief monetair beleid in een vervlochten wereldeconomie lastig is.
2. Ook Europa kent nog spannende tijden. Hoewel de situatie rond de houdbaarheid van de Griekse schuld niet langer acuut is, zal het huidige programma en de daarbij behorende schuldniveaus waarschijnlijk onvoldoende zijn om Griekenland met succes terug te laten keren naar de financiële markten.
   Acuter speelt het risico van een Brexit; anticipatie-effecten op een mogelijke Brexit dempen de investeringen en groei, en veroorzaken onrust op de financiële markten via de volatiliteit van het Britse pond. Een Brexit zou tot structureel negatieve effecten leiden voor de Britse, de Europese en de Nederlandse economie.
   Daarnaast illustreren dalende aandelenkoersen en stijgende CDS spreads een toenemende onzekerheid over de gezondheid van het Europese bankenwezen. Vooral Zuid-Europese banken die niet onder de Comprehensive Assessment vielen, hebben te maken met een hoog aantal probleemleningen: alleen Italië heeft al te kampen met 300 mld euro aan probleemleningen. Verschillende indicatoren laten zien dat een aantal banken in Griekenland, Italië en Portugal een zware economische schok niet overleeft. Europese banken zullen een oplossing moeten vinden voor het hoge aantal probleemleningen en de daarmee samenhangende zwakke balansen. Enerzijds om te kunnen voldoen aan de kredietvraag om Europa duurzaam op een hoger groeipad te krijgen, anderzijds om te voorkomen dat niet-levensvatbare bedrijven in stand worden gehouden door het blijven doorrollen van leningen.
3. Met het minder acuut worden van de eurocrisis verdween tegelijkertijd het gevoel van urgentie voor verdere institutionele hervormingen rondom het Europees bankentoezicht en de reparatie van de daaraan verbonden institutionele tekortkomingen. Risico's spelen op meerdere terreinen. De uitgifte

van converteerbare obligatieleningen (CoCo's) stijgt. Tegelijkertijd lijken ze ook bij te dragen aan een nieuwe bron van systeemrisico. Onzekerheid over uitkeringen van de couponrente van de Deutsche Bank CoCo leidde al tot grote onrust op de financiële markten, zonder dat ook maar een CoCo werd weggestreept. Recent heeft de Portugese rechter bail-in bij de Novo Banco voorlopig verboden, maar het beroep loopt nog. Ook blijft de vicieuze cirkel tussen overheden en banken voorlopig nog intact door de afwezigheid van een volwaardig Europees depositogarantiestelsel en de nulweging van staatsobligaties.

4. Ook in de Nederlandse financiële sector houden spannende tijden aan. Zo ondermijnt de lage rente de vermogenspositie van pensioenfondsen en levensverzekeraars; de zelf gekozen beleggingsstrategie is daar overigens mede debet aan. Pensioenfondsen beschikken over meer herstelmogelijkheden (met name via verminderde indexatie, herstelpremies en zo nodig korting van pensioenen), ook al is dat niet zonder weerslag in de economie. De situatie bij levensverzekeraars is nog zorgelijker; weinig herstelmogelijkheden, een afkalvende markt en de potentiele claims als gevolg van de woekerpolisaffaire staan herstructurering in de weg. Daarnaast kan een opwaartse aanpassing van standaardrisicogewichten van hypotheken en mkb-kredieten een dempend effect hebben op de hypothecaire kredietverstrekking en de kredietverstrekking aan bedrijven, dan wel terugkomen in de beprijzing daarvan. In hoeverre de totale hoeveelheid beschikbaar hypothecair krediet terugloopt, hangt onder meer af van toetreders zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Een positief signaal zijn de veranderingen in de structuur van de Nederlandse financiële sector: ABN AMRO is deels terug naar de markt, Vivat is verkocht en in 2016 zal ook ASR waarschijnlijk via een beursgang naar de markt teruggaan. Tevens heeft de Nederlandse bankensector met de tech-startup Bunq een nieuwe aanbieder van bancaire diensten erbij. Echter, in hoeverre FinTech-bedrijven de marktstructuur en het concurrentielandschap veranderen blijft onzeker.
5. Gestuwd door een toenemend vertrouwen en de lage rente, deels te danken aan QE, zet het herstel op de huizenmarkt door. Ook neemt het aantal huishoudens dat, financieel gesproken, onder water staat af, maar een deel van de hypothekenvoorraad zal nog geruime tijd onder water blijven staan. Dit beeld past ook bij de positievere macro-economische ontwikkelingen die wijzen op toenemende consumptie en een licht dalende werkloosheid. Zorgwekkend blijven wel de betalingsproblemen bij overige schulden.
6. In Nederland neemt de kredietvraag bij het mkb al geruime tijd toe, maar heeft nog niet geleid tot een toename van kredietverlening door banken. Een deel van het mkb heeft een structureel slechte financiële positie. Tegelijkertijd hanteren banken sinds 2013 vanwege een hogere risicoperceptie strengere acceptatiecriteria voor het mkb en hebben zij deze criteria daarna niet meer aangepast. Hierdoor blijft een belangrijke vraag of Nederlandse bedrijven voldoende toegang tot financiering hebben. Het verminderen van de fiscale stimulans voor schuldfinanciering en maatregelen gericht op het opbouwen van

eigen vermogen, vervangen de prikkels voor prudent gedrag via bankmonitoring en faciliteren een overschakeling van bankfinanciering naar marktfinanciering.

2 Ontwikkelingen mondiaal

Onzekerheid over groei in opkomende economieën voedt macro-economische risico's

Het gematigde economische herstel zet door in het eurogebied en de Verenigde Staten, maar hapert in de opkomende markten. Tegelijkertijd vormen onzekerheid over de groei in opkomende economieën, en dan vooral China, en een volatiele olieprijs aanleiding voor aanhoudende turbulentie op de financiële markten. Tegenvallende economische ontwikkelingen in China voeden al geruime tijd de turbulentie op de financiële markten. China vertegenwoordigt ongeveer vijftien procent van de wereldeconomie. Daarbij komt dat China relatief veel grondstoffen gebruikt en daarmee een substantiële invloed heeft op grondstoffenprijzen. De onzekerheid over de economische vooruitzichten in China houdt aan, ook al lijkt er nog geen sprake van een sterke afname van de groei. Naast de uitdaging van de economie geleidelijk op een houdbaar groeipad brengen, staat China ook nog voor een aantal andere uitdagingen. Chinese beleidsmakers formuleerden begin 2016 het afbouwen van overcapaciteit in traditionele sectoren (zoals de staalsector, de maakindustrie en de bouw), de transitie naar een consumenten- en dienstengedreven economie als doel.[1] Bovendien is het afbouwen van het aantal probleemleningen in de financiële sector een uitdaging.[2] Ook houdt onzekerheid aan over het wisselkoersbeleid van China. Een combinatie van nieuwe mogelijkheden tot kapitaalexport uit China als gevolg van geleidelijke opening van de kapitaalrekening en bovengenoemde onzekerheden en uitdagingen hebben geleid tot een verzesvoudiging ten opzichte van 2014 van de kapitaaluitstroom tot circa 640 mld US dollar in 2015, zie Figuur 2.1. Het Chinese wisselkoersbeleid zal effect hebben op de Chinese import en export, en kan langs die kanalen overslaan naar andere opkomende economieën. Zij zijn veelal een belangrijke handelspartner van China, of afhankelijk van de import van Chinese grondstoffen.

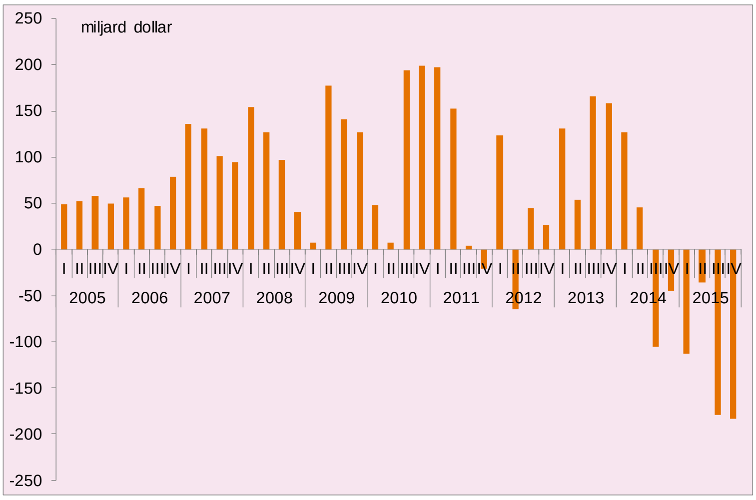
De aanhoudende onrust over de Chinese economie kan overslaan naar andere landen en naar banken via de directe blootstelling van de financiële bedrijven op Chinese banken en bedrijven. De wereldwijde directe uitzettingen van financiële instellingen stegen de afgelopen jaren sterk. Nederlandse banken hebben eind 2015 ongeveer 30 mld euro uitstaan op China.[3] Dit is ongeveer één procent van het geaggregeerde

---

[1] Zie Report on China's economic, social development plan, opgeleverd tijdens de vierde sessie van het twaalfde Nationale Partijcongres op 5 maart 2016. (link)
[2] Zie deze IMF publicatie: Debt-Equity Conversions and NPL Securitization in China—Some Initial Considerations, James Daniel, José Garrido, and Marina Moretti.
[3] Bron: DNB en eigen berekeningen.

balanstotaal van Nederlandse banken. Directe verliezen kunnen Nederlandse banken dus opvangen. Daarnaast zou de Nederlandse economie ook indirect geraakt kunnen worden via abrupte teruggetrokken Chinese investeringen in Nederland. Chinese investeringen in Nederland zijn nog gering, maar groeien gestaag. In 2015 bedroegen de Chinese investeringen 1,1 mld euro.

Figuur 2.1 Kapitaaluitstroom uit China neemt sterk toe.



Bron: China State Administration of Foreign Exchange, CPB.

Gedreven door vraag- en aanbod effecten is de olieprijs volatiel, aanzienlijk gedaald, en zal naar verwachting op een laag niveau blijven. De olieproductie en export in de Verenigde Staten, Canada en Irak nemen toe, en andere grote OPEC-olieproducenten schroeven hun productie niet terug, waardoor er meer olie op de markt is gekomen. Tegelijkertijd zet ook de opheffing van de internationale sancties tegen Iran de olieprijs neerwaarts onder druk.[4] Enerzijds vormt een lage olieprijs een positieve impuls voor de economie van olie-importeurs, waaronder de eurozone. Anderzijds kan een aanhoudende lage olieprijs gevolgen hebben voor het klimaat, maar ook de financiële markten. Langdurig lage olieprijzen brengen maatregelen om klimaatverandering tegen te gaan in gevaar.[5] Het kader 'Financiële stabiliteitsrisico's als gevolg van klimaatverandering' gaat hier verder op in. Lage olieprijzen kunnen olie-exporterende landen in financiële problemen brengen door verslechterende overheidsfinanciën en betalingsbalansen. Naast dat deze landen de broekriem kunnen aanhalen, zou het aanspreken van hun financiële reserves een andere mogelijke reactie zijn. Beleggingsfondsen van overheden van olie-exporterende landen (Sovereign Wealth Funds, SWFs) hebben de afgelopen maanden beleggingen verkocht. Omdat SWFs gedwongen verkopers zijn geworden, en vooral hun meest liquide financiële activa verkochten, droeg dit waarschijnlijk bij aan de volatiliteit op de financiële markten aan het begin van het jaar.

[4] Zie CPB (2016), *Centraal Economisch Plan 2016*. (link)
[5] Zie IEA (2015), World Energy Outlook2015. (link)

Monetair beleid van centrale banken in de geavanceerde economieën blijft ruim

Omdat het herstel van de financiële crisis van 2008 traag was en de inflatie onder de inflatiedoelstelling lag, startten de centrale banken in de Verenigde Staten (Federal Reserve, Fed), het Verenigd Koninkrijk (Bank of England, BoE), Japan (Bank of Japan, BoJ) en de eurozone (ECB) grootschalige opkoopprogramma's om de langetermijnrente naar beneden te drijven en daarmee hun economieën te stimuleren. Het monetaire beleid van centrale banken in de geavanceerde economieën blijft ruim. Zowel in Japan (februari), als in het eurogebied (december) is de depositorente verder verlaagd. In de VS werd de beleidsrente wel verhoogd in december, maar verdere stijging lijkt voorlopig niet waarschijnlijk. Het ruime monetaire beleid en de vlucht van beleggers naar *safe havens* gaan samen met historisch lage en in veel gevallen zelfs negatieve (korte) rentes.

Tabel 2.1 Vergelijking van QE-programma's van de ECB, de Bank of England, de Fed en de Bank of Japan.

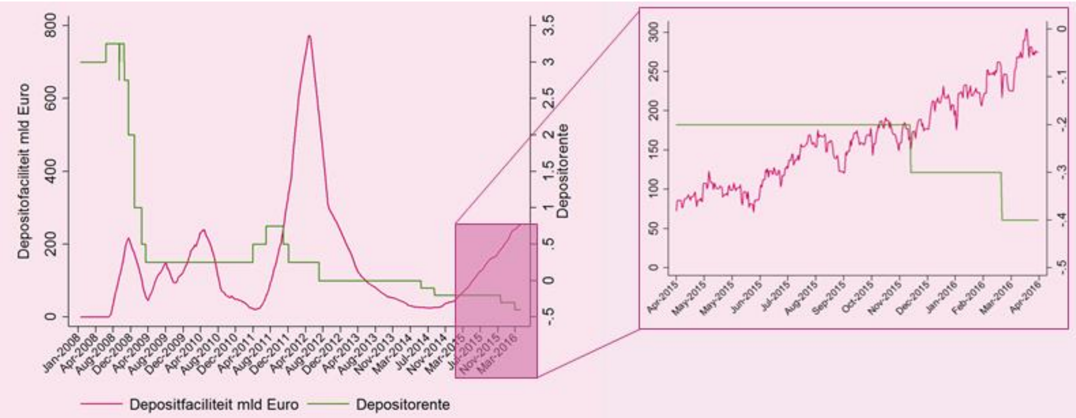
	Federal Reserve	Bank of England	Bank of Japan	ECB
Programma	Large-scale asset purchases	Asset purchase facility	Quantitative and qualitative monetary easing	Expanded Asset Purchase Programme en Corporate sector purchase programme
Periode	November 2008 – oktober 2014	Maart 2009 – oktober 2012	April 2013 – open einde	Maart 2015 – maart 2017
Doelstelling	Stimuleren economisch herstel	Prijsstabiliteit (2% inflatie)	Prijsstabiliteit (2% inflatie)	Prijsstabiliteit
Type aankopen	Amerikaanse staatobligaties en effecten met garanties van GSEs	Britse staatsobligaties, bedrijfsobligaties en kredietgaranties	Japanse staatsobligaties, ETFs, beleggingsfondsen in vastgoed	publieke en private obligaties uit de eurozone
Omvang	22,5 % bbp	22% bbp	Ca 40% bbp	17,5% bbp
Policy rate bij start QE	Federal funds rate 1,00%	Official bank rate 0,50%	Uncollateralized overnight call rate 0,10%	Main refinancing operations 0,05%
Actuele Deposito rate	0.5%	0,00%	-0,10 %	-0,40 %

Bron: CPB.

Op de doelstellingen na verschillen de vier QE-programma's op nagenoeg alle karakteristieken. Tabel 2.1 belicht een aantal belangrijke verschillen. Het eerste verschil is de omvang van de programma's. Ten opzichte van het bbp zijn de QE-programma's van de FED en de BoE van vergelijkbare grootte, en groter dan het programma van de ECB. Het QE-programma van de BoJ is met circa 40% van het bbp de grootste en als enige van onbepaalde tijd. Een ander kenmerk waar de eurozone verschilt van de andere programma's is de negatieve rente op overtollige reserves, zie Tabel 2.1. Dus als eurozonebanken staatsobligaties aan de ECB verkopen en daardoor extra reserves overhouden, dan kost ze dat 40 basispunten. Met andere

woorden, een van de afwegingen voor Europese banken bij de verkoop van staatsobligaties zal zijn of de opbrengsten van het verkopen van obligaties de kosten van het aanhouden van reserves bij de ECB overstijgen. Ondanks een negatieve depositorente stijgt het aantal deposito's dat Europese banken aanhouden bij de ECB, zie figuur 2.2.

Figuur 2.2 Depositofaciliteit stijgt ondanks negatieve rente



Bron: ECB, CPB.

Enkele jaren nadat de FED, de BoE, de BoJ, en meer recent de ECB hun QE-programma's lanceerden, blijft het moeilijk de overall impact van QE op de economie en de financiële markten te meten. Het effect van QE op de centrale bank balansen is duidelijk te isoleren, maar de impact van QE op de (langetermijn-)rente is moeilijk te isoleren uit de wereldwijde trend van lagere rentetarieven en sterke interacties tussen geavanceerde economieën.[6] Ter illustratie, er is empirisch onderzoek dat de sterke daling van de rentevoeten in de VS toeschrijft aan QE.[7] Echter, in dezelfde periode daalden ook de rentetarieven in de eurozone zonder de stimulans van QE van de ECB. Met andere woorden, het valt niet uit te sluiten dat een daling van de rentevoeten ook zonder QE was opgetreden, bijvoorbeeld door spillovereffecten uit de Verenigde Staten. De middellangetermijneffecten van QE op de groei en inflatie lijken eveneens bescheiden te zijn geweest.[8]

Kijkend naar de drie transmissiekanalen van QE zien we een gemengd beeld. Het eerste transmissiekanaal is de wisselkoers. Het empirische bewijs blijkt lastig te duiden: er worden substantiële effecten van QE op de wisselkoers gevonden in perioden van hevige marktstress (2008-2009), maar worden veel kleiner bij latere QE-operaties. In de eurozone leidde een verdere verlaging van de depositorente en verdere uitbreiding van het QE-programma niet tot een depreciatie van de

---

[6] Zie bijvoorbeeld: Hanson, S.G. en J.C. Stein, 2015, Monetary policy and long-term real rates,. *Journal of Financial Economics*, vol 115(3): 429-448. (link)
[7] Krishnamurthy, A. en A. Vissing-Jorgensen, 2011, The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy, NBER Working Paper w17555. (link)
[8] Zie voor een overzicht van de literatuur Gros, Alcidi en Groen, 2015, Lessons from Quantitative Easing: Much ado about so little?, CEPS Policy Brief 330. (link)

wisselkoers. Enerzijds is dit effect waarschijnlijk al voor een deel gematerialiseerd bij de aankondiging van QE, maar inmiddels mogelijk ook weer deels teniet gedaan.[9] Anderzijds is het mogelijk een reflectie van de mate van coördinatie tussen centrale banken. De Fed betrekt bij zijn rentebeleid niet alleen binnenlandse factoren, maar lijkt ook het vooruitzicht van renteverlagingen en verdere monetaire verruiming door de BoJ en de ECB, en de implicaties voor de dollar in zijn beleid te verdisconteren.

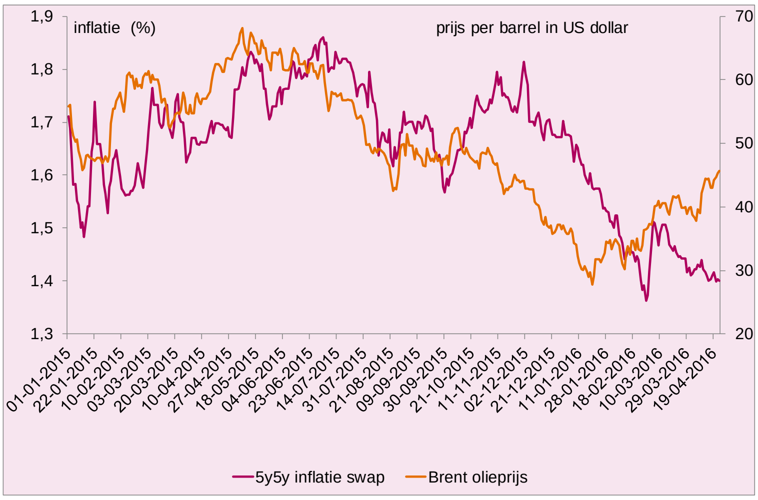
Het tweede kanaal loopt via het bankkrediet. De verkoop van waardepapier door banken aan de ECB verhoogt hun liquide reserves, wat hen ertoe aanzet om de kredietverlening uit te breiden. Sinds medio 2015 neemt de kredietverlening in de eurozone weer gestaag toe. Uit de ECB-cijfers blijkt dat de totale kredietverlening (aan overheden en private sector) in de eurozone in maart met 3,1% steeg ten opzichte van een jaar eerder.[10] Dit zou het gevolg kunnen zijn van QE, maar causaliteit is moeilijk aan te tonen. Het derde kanaal is het portfoliokanaal. Uit de opbrengsten van de verkoop van overheidsobligaties aan de centrale bank kopen private partijen ander, risicovoller, waardepapier waardoor het rendement op deze titels en de vermogenskosten van bedrijven dalen, hetgeen de investeringen bevordert. Stijgende huizenprijzen laten zien dat voor vastgoed dit kanaal lijkt te hebben gewerkt. Echter, Europese aandelenmarkten hadden ten opzichte van een jaar geleden tegenvallers te verwerken als gevolg van onzekerheid over de mondiale groei, waardoor het effect op de inflatie mogelijk beperkt is gebleven.

De ECB heeft nu ongeveer de helft van het verlengde QE-programma van 1740 mld euro uitgevoerd. Tegelijkertijd is de inflatie in het eurogebied al geruime tijd dalend en laag. De dalingen van de grondstoffenprijzen en vooral de olieprijs vormen hiervoor een belangrijke verklaring. Immers, gecorrigeerd voor de prijsdalingen van energie en onverwerkte voedingsmiddelen is de inflatie sinds 2015 redelijk stabiel en laat zelfs een licht stijgende tendens zien.[11] Inmiddels zijn olieprijzen gestabiliseerd, zij het op een laag niveau. Echter, de op de markt gebaseerde inflatieverwachtingen blijven slechts iets boven hun all-time dieptepunt van iets minder dan 1,4% in maart 2016, zie Figuur 2.3. Een mogelijk gevolg hiervan kan zijn dat aankondigingseffecten van monetaire maatregelen uitgewerkt raken als na verloop van tijd expansief beleid als normaal wordt beschouwd.[12] Met andere woorden, het monetair beleid loopt mogelijk tegen zijn beperkingen aan.

---

[9] Zie kader 'Brengt kwantitatieve verruiming het eurogebied op gang?' in CPB, 2015, *Centraal Economisch Plan 2015*. (link)
[10] Zie ECB (2016), Banking Lending Survey. (link)
[11] Zie CPB (2016), *Centraal Economisch Plan 2016*. (link)
[12] Zie DNB (2016), Jaarverslag 2015. (link)

Figuur 2.3 Inflatieverwachtingen blijven onder ECB-doelstelling, olieprijs stabiliseert



Bron: Datastream, CPB.

Het afbouwen van onconventioneel monetair beleid is een uitdaging voor de beleidsmakers in de ontwikkelde economieën. Een draaiboek voor een exitstrategie is niet voorhanden en recente pogingen van de Fed illustreren dat het afbouwen van expansief monetair beleid in een vervlochten wereldeconomie lastig is. Daarbij spelen een aantal belangrijke vragen. Wanneer begin je met afbouwen? Het is lastig om te beoordelen wanneer de economie weer in 'normale' condities terugkeert. Bij te vroeg afbouwen speelt het risico van een nieuwe recessie, bij te laat speelt het risico van een hoge inflatie en zeepbellen. Een tweede vraag is, als je gaat afbouwen, hoe te beginnen. Eerst de geldmarktrente verhogen of marktliquiditeit absorberen door activa te verkopen? In beide gevallen is het waarschijnlijk dat er forse koersverliezen op langlopende obligaties zullen optreden. De mate waarin hangt bij het verhogen van de geldmarktrente af van de doorwerking in de rentetermijncurve. Bij de verkoop van activa is de cruciale vraag of de centrale bank vooral kortlopende of langlopende obligaties verkoopt. Dit bepaalt het rente- en koerseffect over de hele termijncurve. Houders van langlopend schuldpapier zullen hoe dan ook de verliezen moeten dragen. Dit treft in eerste instantie de centrale banken zelf. De Nederlandsche Bank heeft voor dit risico in 2015 een voorziening van 500 mln euro getroffen, waarbij rekening gehouden moet worden dat de voorzieningen de komende jaren kunnen oplopen tot circa 4 mld euro.[13] Maar ook private partijen kunnen worden getroffen. Potentieel kan dit leiden tot nieuwe financiële stabiliteitsrisico's, als commerciële banken deze verliezen niet aankunnen. Een laatste optie is het uit de balans laten lopen van de opgebouwde voorraad schuldtitels. Dit leidt niet tot onverwachte koersverliezen voor de centrale bank, maar is in wezen een passieve strategie waarin de centrale bank zelf geen controle heeft over de timing en snelheid van monetaire verkrapping. Dat wordt gedicteerd door de looptijdcompositie van de portefeuille.

---

[13] Zie DNB (2016), Jaarverslag 2015. (link)

Financiële stabiliteitsrisico's als gevolg van klimaatverandering

Klimaatverandering raakt niet alleen de energiesector, maar kan ook risico's voor de financiële sector voortbrengen. Klimaatverandering brengt twee type risico's voor de financiële stabiliteit voort (a). Het eerste type risico is een direct gevolg van klimaatverandering en betreft een verhoogde kans op schade door natuurrampen. Het andere type risico komt juist voort uit het beperken van klimaatverandering via de transitie naar een meer duurzame economie. Beide type risico's bewegen zich tegen elkaar in: Klimaatbeleid vermindert het risico op fysieke schade, maar leidt tot een groter transitierisico en andersom. Dit kader gaat in op hoe groot beide risico's voor Nederland nu zijn.

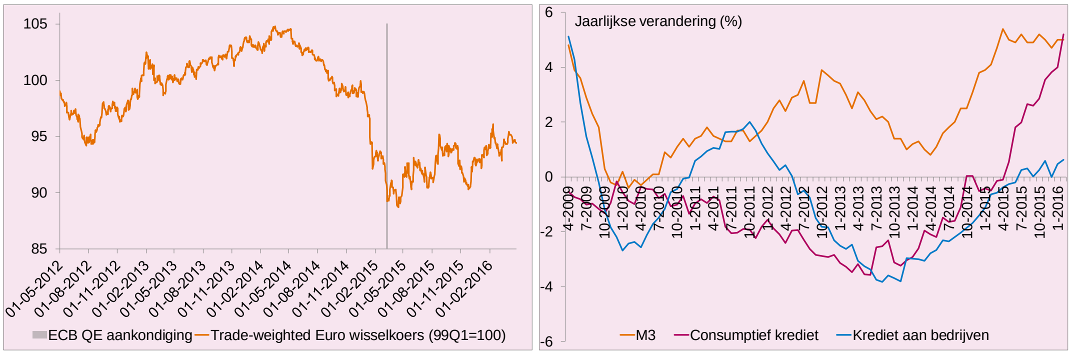
Het voor Nederland relevante systeemrisico als gevolg van fysieke schade door klimaatverandering betreft vooral het staartrisico van een grote overstroming. Verzekeraars dekken overstromingsschade veelal niet, waardoor banken en verzekeraars met blootstellingen op overstromingsrisicogebieden in Nederland geraakt kunnen worden. In dat geval zou de benodigde kredietverlening voor herstel moeilijk op gang kunnen komen. Het overstromingsrisico en het daaruit voortkomende systeemrisico hangen af van het tempo van zeespiegelstijging en klimaatverandering. Met andere woorden, de risico's voor het financiële systeem van klimaatverandering hangen af van de uitwerking van de klimaatafspraken uit het akkoord van Parijs. Tot op heden blijkt de zeespiegelstijging voor de Nederlandse kust lager dan de gemiddelde zeespiegelstijging (b). Daarnaast is Nederland niet immuun voor de gevolgen van klimaatverandering in andere delen van de wereld.

Over de omvang van specifieke transitierisico's voor de financiële sector is nog weinig bekend. Risico's voor de financiële sector kunnen ontstaan wanneer aanpassingsprocessen onvoldoende zijn geanticipeerd en abrupt moeten plaatsvinden. Een specifiek risico is een mogelijk versnelde afwaardering van carbon-gerelateerde activa als gevolg van strenger klimaatbeleid. Of een afwaardering van de voorraden plaatsvindt, hangt onder meer af van de manier waarop en het tempo waarin overheden een klimaatneutrale economie vormgeven. Scenario's wijzen uit dat tot 2050 een derde van de huidige oliereserves en de helft van de huidige aardgasreserves niet gebruikt kunnen worden als we binnen de twee gradengrens willen blijven (c). Het is echter onduidelijk in welke mate de huidige reserves na 2050 ingezet kunnen worden. Daarnaast kan de inzet van negatieve emissietechnologie meer ruimte scheppen voor de inzet van fossiele brandstoffen (d). Het risico van een versnelde afwaardering van carbon-gerelateerde activa ligt dan ook met name bij kolen en niet-conventionele voorraden olie en gas (teerzanden, Noordpoololie, etc.). Transparantie hierover verkleint het risico op plotselinge afschrijvingen, en mitigeert daarmee de transitierisico's.

Tot slot zijn de carbon-intensieve uitzettingen van Nederlandse financiële instellingen beperkt. Het uitstaande bankkrediet aan carbon-intensieve producenten heeft een omvang van ongeveer 2% van het balanstotaal en doorgaans een laag risicoprofiel door de korte looptijden en zekerheden (e). Verzekeraars hebben aan 1,2% van het geaggregeerde balanstotaal blootstelling met bedrijfsobligaties op producenten van fossiele brandstof (e). Pensioenfondsen beleggen 5,5% van hun geaggregeerde balanstotaal in aandelen en obligaties van carbon-intensieve bedrijven (e). Deze grotere blootstelling maakt pensioenfondsen enerzijds gevoeliger voor neerwaartse risico's dan banken. Anderzijds kunnen ze ook profiteren van het opwaartse potentieel van klimaatneutrale investeringen.

(a) FSB (2015), Proposal for a disclosure task force on climate related risks. (link)
(b) PBL (2012), *Effecten van klimaatverandering in Nederland: 2012*.
(c) McGlade, C., en P. Ekins, 2015, The geographical distribution of fossil fuels unused when limiting global warming to 2 ºC, *Nature*, vol. 517: 187-190.
(d) Caldecott, B., G. Lomax en M Workman, 2015, Stranded Carbon Assets and Negative Emissions Technologies, Smith School of Enterprise he Environment Working Paper.
(e) DNB (2016), Tijd voor transitie, DNB Occasional Study, vol. 14-2 (link).

Figuur 2.4 Nominale effectieve wisselkoers apprecieert na aankondiging van verdere uitbreiding QE[14] (links) en kredietverlening in eurozone groeit gestaag (rechts)



Bron: ECB, CPB.

Marktliquiditeit onder druk

Een liquide markt kenmerkt zich door voldoende absorptievermogen om grote orders te verwerken zonder dat ze direct de prijsvorming beïnvloeden. Lagere niveaus van marktliquiditeit verhogen de kosten van fondsbemiddeling tussen spaarders en kredietnemers. Daardoor kunnen aanhoudende periodes van lage liquiditeit op termijn in potentie de economische groei remmen.[15] Wanneer de liquiditeit in markten scherp daalt, dan zijn prijzen minder informatief, minder in lijn met de fundamentele waarde van de vermogenstitel en meer geneigd tot overreactie. Dit vergroot de volatiliteit op financiële markten, en in extreme omstandigheden kunnen markten zelfs opdrogen.[16] Figuur 2.5 laat zien dat de volatiliteit op de staatsobligatiemarkten recent is toegenomen.

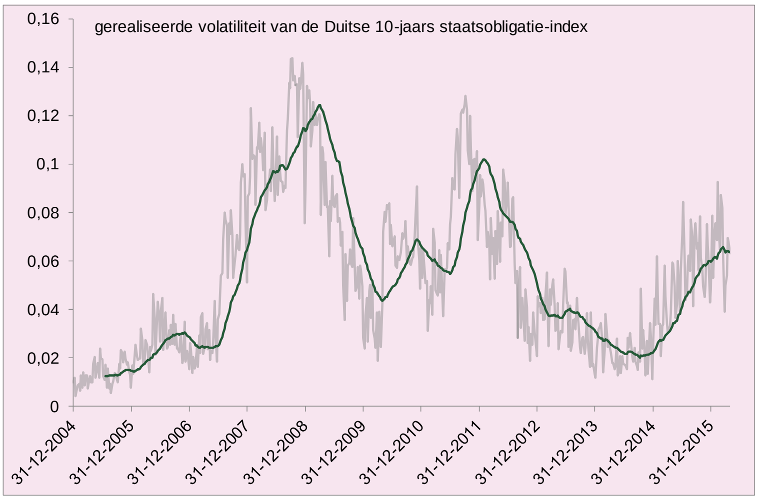
Een aantal obligatiemarkten vertoont verslechtering van de marktliquiditeit. Echter, de dynamiek verschilt tussen de verschillende obligatieklassen, en algemene uitspraken zijn lastig omdat er geen universele maatstaf voor liquiditeit bestaat.[17] Een aantal aanwijzingen illustreert dat de marktliquiditeit terugloopt. Zo is de omloopsnelheid van de handel in Duitse staatsobligaties ruim een derde lager dan voor de crisis. Ook nam de gemiddelde omvang van transacties op de Europese markt voor bedrijfsobligaties af met ruim 15%. Tot slot nam de volatiliteit van

---

[14] De effectieve wisselkoers van een valuta is het gewogen gemiddelde van de wisselkoersen die de munt heeft ten opzichte van de belangrijkste handelspartners. De wegingscoëfficiënten die hierbij worden gehanteerd zijn de procentuele aandelen die de verschillende handelspartners hebben in de totale buitenlandse handel van het betrokken land.
[15] Zie IMF (2015), Global Financial Stability Report, oktober 2015. (link)
[16] Chordia, T., Sarkar, A., & Subrahmanyam, A. (2005). An empirical analysis of stock and bond market liquidity. *Review of Financial Studies*, vol. 18(1): 85-129. (link)
[17] Er bestaan verschillende maatstaven voor de liquiditeit in een markt. Ten eerste zijn er 'bid-ask' spreads, het verschil tussen de vraag- en aanbodprijs. Lage bid-ask spreads kunnen een indicatie voor een liquide markt zijn. Een tweede mogelijkheid is te kijken naar de invloed van het handelsvolume op prijzen. Hoe minder liquide de markt, hoe groter de impact van het handelsvolume op de prijs. Een derde proxy voor liquiditeit is de omlooptijd van financieringsinstrumenten. Hoe korter de omlooptijd hoe hoger de liquiditeit van een financieringsinstrument.

overheidsobligaties toe en steeg tijdens het *Bund Tantrum*[18] *zelfs* tot een niveau vergelijkbaar met de crisis.

Figuur 2.5 Volatiliteit in obligatiemarkten neemt weer toe



Bron: ECB, CPB.

Hoewel het lastig is de drijvende krachten hierachter te identificeren, zijn er aanwijzingen dat een tweetal oorzaken ten grondslag ligt aan de verslechterde marktliquiditeit op bepaalde obligatiemarkten.[19] Ten eerste kan regelgeving het voor banken kostbaarder en daardoor minder aantrekkelijk maken om market-making activiteiten[20] te ontplooien. Alternatieve market-makers, bovenal elektronische handelaren voor eigen rekening, blijken veelal een minder constante bron van liquiditeit te zijn.[21] Ten tweede kan het huidige ruime monetaire beleid met de aankopen van staatsobligaties door centrale banken de marktliquiditeit neerwaarts beïnvloeden.

De afname van market making-activiteiten door banken kan het gevolg zijn van strengere kapitaaleisen en structuurregelgeving. Sinds de crisis zijn de kapitaals- en liquiditeitsvereisten voor handelsactiviteiten verhoogd om het bankenstelsel stabieler en gezonder te maken. Handelsactiviteiten voor eigen rekening zijn hierdoor duurder geworden voor banken. Tegelijkertijd voerden beleidsmakers ook structuurregelgeving in, zoals de Volcker rule in de VS (verbod op de handel voor eigen rekening in combinatie met traditionele bankactiviteiten), Vickers in het VK en

---

[18] In de lente van 2015 vond een schok plaats in de markt voor Duitse staatsobligaties. In de markt is deze gebeurtenis beter bekend onder het Bund Tantrum.

[19] Zie CGFS (2016), Fixed income market liquidity, CGFS Papers Nr. 55, Committee on the global financial system. (link)

[20] Een market maker is een handelaar op de financiële markten die de handel in bepaalde vermogenstitels, zoals aandelen, obligaties of derivaten, onderhoudt. Een market maker geeft continu bied- en laatprijzen af in de markt voor desbetreffende vermogenstitels. Hiermee wordt bedoeld dat de market-maker koop- en verkoopopdrachten naar de beurs stuurt waartegen beleggers en concurrerende handelaren kunnen handelen. Een market maker verdient aan het verschil tussen de bied- en laatprijs

[21] Zie IMF (2015), Global Financial Stability Report 2015, oktober 2015. (link)

Liikanen in de EU (afscheiding van de handel voor eigen rekening van nutsactiviteiten).[22] Deels ingegeven door deze veranderingen in wet- en regelgeving hebben banken hun verdienmodellen aangepast waarbij ze zich minder richten op handelsactiviteiten voor eigen rekening.[23] Voor de crisis waren banken market maker in verschillende financiële markten. In de obligatiemarkten hielden banken verschillende soorten obligaties aan om een actieve markt voor kopers en verkopers te ondersteunen. Na de crisis zijn banken dat veel minder gaan doen, en beperken ze zich tot de meest liquide obligaties.[24] Zo houden ze bijvoorbeeld nog wel staatsobligaties aan, maar in steeds mindere mate bedrijfsobligaties.[25] Banken verkochten ook in 2015 een deel van hun aandelenportefeuille om hun kapitaalposities te versterken.[26]

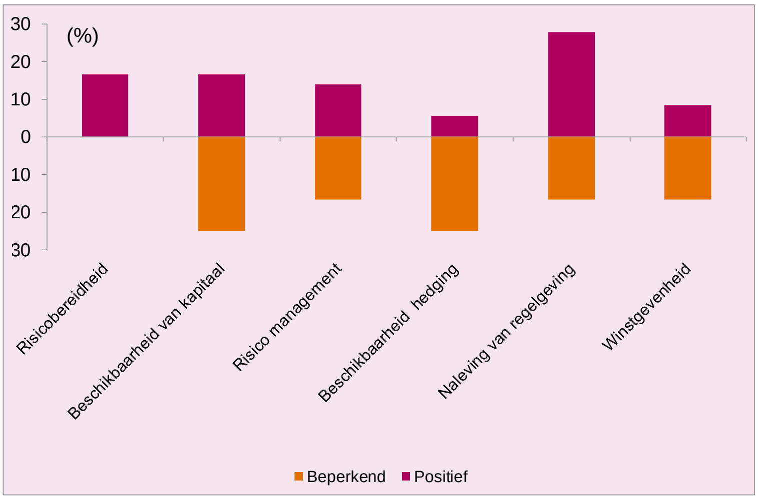
Market-makers (liquiditeitsverschaffers) die inspringen op de terugtrekkende banken blijken veelal een minder constante bron van liquiditeit. Nieuwe, veelal geautomatiseerde, market-makers werken met kleinere voorraden, wat hun capaciteit om markten tijdens volatiele periodes te accommoderen, beperkt.[27] Volgens een recente ECB- enquête bleek dat market-makers in tijden van stress een lagere bereidheid hadden om liquiditeit te verschaffen (Figuur 2.6). Dit is in lijn met empirisch bewijs dat geautomatiseerde market-makers hun liquiditeitsprovisie aan de markt aanzienlijk terugschroeven als volatiliteit hoog is.[28] Tevens blijken niet-bancaire liquiditeitsverschaffers weinig verplichtingen voor liquiditeitsprovisie aan te gaan.[29] Ook dit is lijn met eerdere empirische bevindingen: High-Frequency-Trading (HFT) bedrijven met liquiditeitsverschaffingsstrategieën op de Canadese aandelenbeurs verminderden hun liquiditeitsprovisie met 42% in perioden van verhoogde marktstress, terwijl in diezelfde periode de liquiditeitsverschaffing door de gecontracteerde market makers niet wijzigde.[30]

Ook de aankopen van staatsobligaties door de ECB in het kader van het programma van kwantitatieve verruiming (QE) beïnvloedt de marktliquiditeit op de obligatiemarkten. Deze aankopen vergroten de geldhoeveelheid in de economie, maar verminderen de hoeveelheid staatsobligaties die vrijelijk beschikbaar is voor

[22] De uitwerking van de voorstellen van Liikanen heeft haar beslag gekregen in de *Banking Structural Reform* Regulation (BSR-verordening). Op 19 juni 2015 heeft de Raad van ministers een zogeheten *general approach* bereikt over de BSR-verordening. Het is nu aan het Europees Parlement (EP) om over de BSR-verordening haar positie te bepalen, alvorens de triloogonderhandelingen (tussen de Raad, het EP en de Commissie) kunnen starten. Na een succesvolle uitkomst van de triloog kan de BSR-verordening in werking treden.
[23] Zie BIS (2015), 85th Annual Report. (link)
[24] Zie BIS (2015), 85th Annual Report. (link)
[25] Zie bijvoorbeeld DNB (2015), Overzicht financiële stabiliteit, najaar 2015. (link)
[26] Zie DNB (2016), Effectenportefeuille van Nederlandse banken sterk afgenomen, Statistisch Nieuwsbericht, 8 april 2016.(link)
[27] Zie IMF (2015), Global Financial Stability Report 2015, oktober 2015. (link)
[28] Zie Raman, Robe en Yadav (2014), Electronic market makers, trader anonymity and market fragility, University of Warwick Working Paper. (link)
[29] Zie ECB (2015), ECB Survey on credit terms and conditions in euro denominated securities financing and OTC derivatives markets. (link)
[30] Zie Korajczyk en Murphy (2015), High frequency market making to large institutional trades, Northwestern University Working Paper. (link)

markthandel. Op korte termijn maakt het feit dat centrale banken als nieuwe koper op de markt zijn, het gemakkelijker voor verkopers om een tegenpartij te vinden. Echter, op termijn kan de ECB met haar QE-strategie wel schaarste van staatsobligaties veroorzaken. Om dit risico enigszins te mitigeren is de ECB een securities lending programma gestart.

Figuur 2.6 ECB enquête suggereert dat market making activiteiten dalen door kapitaalbeperkingen, de beschikbaarheid van hedging instrumenten, risico management en winstgevendheid



Bron: ECB, CPB.

De financiële stabiliteit van Nederland kan worden geraakt langs twee kanalen. Ten eerste kunnen er directe effecten - verliezen en financieringsrisico's bij (Nederlandse) financiële instellingen - optreden. Aan de activazijde zit de kwetsbaarheid voor liquiditeitsschokken van financiële instellingen bij de directe beleggingen in aandelen en obligaties voor eigen rekening. Voor Nederlandse banken zijn de directe uitzettingen op de financiële markten voor eigen risico met 2% van de totale activa beperkt.[31] Aan de passivazijde kunnen liquiditeitsschokken leiden tot hogere financieringskosten bij de herfinanciering van uitstaande schuld. Omdat het Nederlandse bankwezen haar balans voor ongeveer een derde met marktfinanciering financiert[32], kunnen liquiditeitsschokken behoorlijke financieringsrisico's met zich mee brengen. Dergelijke schokken hebben direct effect op kredietverlening aan consumenten en bedrijven, en kunnen op termijn ook de economische groei raken. Om individuele instellingen minder kwetsbaar te maken voor liquiditeitsschokken is de Liquidity Coverage Ratio (LCR) vanaf oktober 2015 van kracht en vanaf 2018 de Net Stable Funding Ratio (NFSR).[33] Volgens DNB voldoen nagenoeg alle Nederlandse banken aan de LCR- en NFSR-vereisten.[34]

---

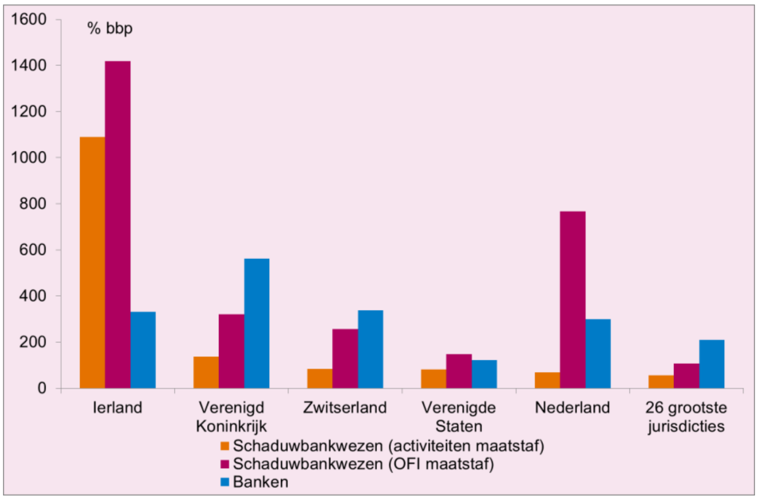
[31] Eigen berekening op basis van ECB, Consolidated banking statistics. (link)
[32] Zie bijvoorbeeld DNB (2015), Overzicht financiële stabiliteit, najaar 2015. (link)
[33] Zie DNB (2016), Open boek toezicht.
[34] Zie DNB (2016), Overzicht Financiële Stabiliteit, voorjaar 2016. (link)

Ten tweede stijgt de kans op besmettingseffecten tussen financiële markten. Anders gezegd, scherpe prijsdalingen op minder liquide markten, zoals bedrijfsobligatiemarkten, kunnen via onzekerheid over bepaalde activaklassen ook prijsdalingen op andere financiële markten teweeg brengen.[35] Een oplopende correlatie van vermogenstitels tussen afzonderlijke financiële markten kan duiden op een toename van besmettingsrisico tussen afzonderlijke financiële markten en daarmee tot een nieuwe bron van systeemrisico's.[36]

Niet-bancaire financiële intermediatie en schaduwbankwezen nog steeds groot

Ook na de financiële crisis van 2008-2009 blijft niet-bancaire kredietintermediatie een belangrijke rol spelen in het mondiale financiële systeem. Figuur 2.7 laat de omvang van het schaduwbankwezen langs twee maatstaven zien, en vergelijkt die met de omvang van het bankwezen. Als schaduwbankieren wordt gemeten langs de maatstaf van economische functie, dan heeft Nederland de op vier na grootste schaduwbankensector ter wereld heeft in verhouding tot het bbp.[37] Gemeten langs de Overige Financiële Instellingen (OFI) maatstaf heeft Nederland het op twee na grootste schaduwbankwezen. In deze maatstaf is een groot deel daarvan Special Financial Vehicles (SPV) met investeringen in het buitenland.[38]

Figuur 2.7 Omvang schaduwbankwezen langs twee maatstaven: Nederland heeft op vier na grootste schaduwbankensector ter wereld.



Bron: FSB en CPB.

---

[35] Externaliteiten veroorzaakt door opdrogen van marktliquiditeit zijn uitgebreid gedocumenteerd in de literatuur. Voor een overzicht zie bijvoorbeeld Duarte en Eisenbach (2015), Fire-Sale Spillovers and Systemic Risk, Staff Report 645, Federal Reserve Bank of New York (link), en de referenties daarin.

[36] Zie Steins Bisschop et al (2016), A shock to the system? Market illiquidity and concentrated holdings in European bond markets, DNB Occasional Paper vol 14-1. (link)

[37] Zie FSB (2015), Global Shadow Banking Monitoring Report 2015. (link)

[38] Zie DNB (2016), Statistics DNB. (link)

Sinds de financiële crisis in 2008 heeft schaduwbanking een toenemend belangrijkere rol in de financiële intermediatie gekregen, en kunnen ondanks nieuwe regelgeving een bedreiging voor de financiële stabiliteit vormen.[39] Een reden voor de groei van schaduwbanken is de sterke regelgeving in de gereguleerde bankensector.[40] Om besmettingsgevaar van het schaduwbankwezen naar het gereguleerde bankwezen te voorkomen, voerden verschillende landen regelgeving in die nutsactiviteiten van gereguleerde banken op veilige afstand zet van overige activiteiten. Op die manier worden directe, dan wel contractuele verbindingen tussen het reguliere- en schaduwbankwezen doorgesneden. In de VS verbiedt de Volcker rule banken te handelen voor eigen rekening en beperkt te investeren in hedgefondsen. Het Vickers-plan in het Verenigd Koninkrijk schermt de nutsactiviteiten van een bank af. Het Liikanen-voorstel in Europa propageert een verplichte scheiding van 'high risk trading' en commercieel bankieren om het directe en indirecte publieke belang in commerciële banken te beperken (Volcker rule, Vickers-plan, Liikanen report). [41]

Hoewel nieuwe regelgeving zoveel mogelijk contractuele verbindingen tussen schaduwbanken en gereguleerde banken tracht te doorbreken, blijft besmetting in theorie mogelijk. Als banken en schaduwbanken in dezelfde markt, zeg de Asset Backed Securities (ABS)-markt, financiering ophalen, dan kan een schok in het schaduwbankwezen via deze markt overslaan naar het gereguleerde bankwezen. Immers, als schaduwbanken in de problemen raken moeten zij hun activa liquide maken wat kan leiden tot een verkoop van activa tegen afbraakprijzen (fire sales) en het opdrogen van de ABS-markt, zoals in de kredietcrisis gebeurde. Het gevolg is dat gereguleerde banken zich niet meer kunnen financieren via deze ABS-markt.[42] Voor Nederlandse banken is de ABS-markt een belangrijke financieringsmarkt, al leveren voornoemde nieuwe liquiditeitsregels voor banken hier wel een bijdrage. Deze besmettingsrisico's zijn lastig te ondervangen. Monitoring door de toezichthouder via gestandaardiseerde rapportages is daarnaast een no-regret optie.

Cyberaanvallen kunnen leiden tot systeemrisico's

Internationaal onderstrepen cyberaanvallen dat banken en financiële instellingen op grote schaal doelwit zijn. Beeldbepalende incidenten met media-aandacht waren onder meer de hack op de Amerikaanse bank JPMorgan Chase en op NASDAQ in 2014, en meer recent een aanval op HSBC en de centrale bank van Bangladesh. Bij de JPMorgan-hack kregen hackers toegang tot rekeningen van ruim tachtig mln klanten van de bank. HSBC had in januari van dit jaar te maken met een serie van DDOS-aanvallen.[43] Bij een cyberaanval op de centrale bank van Bangladesh, via SWIFT client

[39] Zie ECB (2015), *Financial Stability Review* (link) en Bundesbank (2015), *Financial Stability Review*. (link)
[40] Zie Konzal en Stanley (2013), An Unfinished Mission: Making Wall Street Work for Us, Roosevelt Institute. (link)
[41] Zie Liikanaen et al (2012), High-level expert group on reforming the structure of the EU banking sector, Europese Commissie. (link)
[42] Luck en Schempp (2015), Regulatory Arbitrage and Systemic Liquidity Crises, Working Paper. (link)
[43] Zie dit nieuwsbericht.

software, werd in februari rond tachtig mln dollar gestolen.[44] Afhankelijk van waarop cyberaanvallen zijn gericht vormen ze een systeemrisico.

Cyberaanvallen gericht op het betalings- en effectenverkeer tussen financiële instellingen en marktinfrastructuren vormen een systeemrisico. Aanvallen gericht op Target2-systemen, Target2-securities-systemen, centrale tegenpartijen (central counterparty, CCP's) en clearing- en settlement bedrijven kunnen vitale onderdelen van het financiële systeem uitschakelen en een systeemschok veroorzaken. Cyberaanvallen kunnen een systeemrisico vormen op het moment dat de gevolgen van een aanval ervoor zorgt dat een deelnemer van een financiële marktinfrastructuur de verplichtingen niet kan na komen.[45] Detectie van en adequate respons op cyberaanvallen bij deze financiële instellingen en infrastructuren zijn dus van maatschappelijk belang. Het vergroten en stresstesten van de cyberweerbaarheid van financiële instellingen staat momenteel hoog op de agenda van toezichthouders.[46]

Cyberaanvallen op het betalingsverkeer tussen consumenten, bedrijven en financiële instellingen leiden vooral tot directe financiële schade maar kunnen indirect ook de financiële stabiliteit beïnvloeden op het moment dat op grote schaal en langdurig het vertrouwen zou worden geschaad. Cyberaanvallen kunnen het vertrouwen van consumenten in de veiligheid van internetnetbankieren en online beleggen beïnvloeden. In 2015 zag 17% van de Nederlandse huishoudens weleens af van internetbankieren vanwege zorgen om de veiligheid.[47] Een grote vertrouwensdaling kan de economische ontwikkeling remmen en eventueel een bankrun veroorzaken.[48] Afgaand op de verder dalende schadecijfers lijkt de kans hierop beperkt. Het schadebedrag daalde van 4,7 naar 3,7 miljoen euro in 2015 ten opzichte van 2014.[49]

Complexe securitisaties komen weer op

Bijna 10 jaar na de kredietcrisis komen complexe securitisatie-constructies weer op. Eenvoudige securitisaties vormen een belangrijk financierings- en risicospreidingsinstrument voor financiële instellingen. Door securitisatie ontstaat ruimte op de bankbalans, die gebruikt kan worden voor kredietverstrekking aan consumenten en bedrijven.[50] Dit is een positieve ontwikkeling. Echter, in de Verenigde Staten zien we een toename van complexe gestructureerde securitisaties. Tijdens de kredietcrisis bleven veel Amerikanen in gebreke op hun hypotheek. Als gevolg daarvan kende de VS een massale golf van gedwongen verkopen. In reactie daarop kocht een aantal institutionele beleggers grote portefeuilles van gedwongen verkochte huizen. Deze portefeuilles worden veelal gefinancierd met schuld, waarbij de onderliggende zekerheden bestaan uit toekomstige huuropbrengsten van

[44] Zie dit nieuwsbericht.
[45] Zie BIS (2012). Principles for financial market infrastructures, (link),
[46] Zie DNB (2016), Jaarverslag 2015. (link)
[47] Zie CBS (2015), Voorzichtig op internet door bezorgdheid over veiligheid, Nieuwsbericht 28 oktober 2015. (link)
[48] Zie CPB (2016), Risicorapportage cyberveiligheid, CPB Notitie (link).
[49] Zie NVB (2016), 'Daling fraude met internetbankieren zet door'. (link)
[50] Zie de Kamerbrief Antwoorden op Kamervragen over securitisatievoorstellen van 1 december 2015. (link)

eengezinswoningen. Met andere woorden, hier ontstaat een nieuwe markt van gesecuritiseerde huuropbrengsten van eengezinswoningen, ofwel SFR(Single Family Rental) securitisaties. De SFR securitisatiemarkt groeide in twee jaar uit tot een markt van circa dertien mld dollar.[51] Veel SFR securitisaties hebben hoge kredietbeoordelingen. Echter tegelijkertijd is het risico op een firesale van het onderliggende onderpand, de eengezinswoningen, aanwezig in het geval dat investeerders tegelijkertijd uit de SFR securitisatie willen stappen. Dit risico bestaat vooral als de waarde van het onderliggende onderpand fout ingeschat blijkt te zijn (zoals bij de Alt-A hypotheken). Een vergelijkbare dynamiek met de verkoop van activa tegen afbraakprijzen (firesales) in de kredietcrisis is hierbij niet uit te sluiten. Om de risico's voor de economie in te kunnen schatten is er meer transparantie en data verzameling nodig.[52]

3 Ontwikkelingen Europa

Ten opzichte van een jaar geleden groeit de economie in de eurozone met een vergelijkbaar tempo en vindt gestaag haar weg omhoog. Het eurogebied groeit met 1,6% in 2016 en 1,7% in 2017 zeker niet overdadig. Daarmee is er nauwelijks een groeiversnelling ten opzichte van 2015 waarin de Europese economie met 1,5% groeide. De eurozone heeft last van een lage groei van de wereldeconomie.[53] De voornaamste risico's die spelen zijn de dreiging van een Brexit en de houdbaarheid van de Griekse schuld.

Mogelijke Brexit brengt onzekerheid met zich mee

Het Verenigd Koninkrijk spreekt zich via een nationaal referendum op 23 juni 2016 uit over het besluit de EU wel of niet te verlaten. Op de korte termijn speelt voor de Europese economie vooral de onzekerheid op financiële markten die een eventuele Brexit met zich meebrengt. Op de lange termijn spelen de gevolgen van een eventuele Brexit vooral via het kanaal van de handel.[54] Bovendien kunnen mogelijke indirecte effecten van een uittreding uit de EU op andere EU-landen – nu en in de toekomst – een aanzienlijk (groter) risico vormen: de onomkeerbaarheid van het EU-lidmaatschap is dan immers niet langer een gegeven. Ook de Nederlandse economie kan substantieel geraakt worden bij een vertrek van het VK.[55] Voor de Britse economie is een mogelijk vertrek uit de EU het grootste binnenlandse risico voor de financiële stabiliteit. Een Brexit raakt de Britse woningmarkt, de buitenlandse investeringen, het financiële centrum Londen en de Britse banken. Er zijn tekenen dat

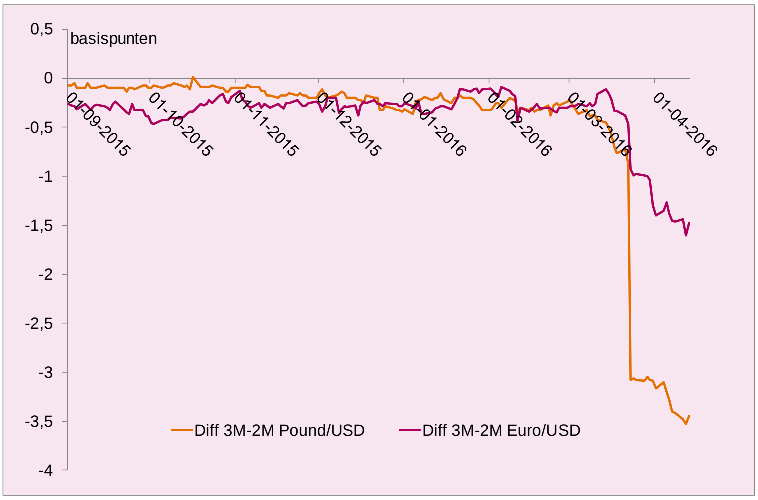
---

[51] Zie dit bericht van Morningstar Credit Ratings.
[52] Zie Fields, D., R. Kohli en A. Schafran (2016), The emerging economic geography of single-family rental securitization, Federal Reserve San Francisco Working Paper 2016-02. (link)
[53] Zie CPB (2016), *Centraal Economisch Plan 2016*. (link)
[54] Zie HM Treasury (2016), The long term economic impact of EU membership and the alternatives. (link)
[55] Zie CPB (2016), Centraal Economisch Plan 2016, (link), en het kader 'Stapt het VK uit de Europese Unie? Wat betekent dit voor Nederland?' in CPB (2015), *Macro Economische Verkenning 2016*. (link)

onzekerheid rondom het EU-referendum economische activiteiten in het VK drukken, wat de groei in de eerste half jaar van 2016 verlaagt.[56]

De vraag naar afdekking tegen een verdere depreciatie van het pond stijgt explosief nu het Brexit-referendum dichterbij komt. Figuur 3.1 laat het verschil in drie maanden(3M) en twee maanden (2M) risk reversals – een indicator ten aanzien van marktverwachting voor toekomstige wisselkoersbewegingen met referendum (3M) en zonder referendum (2M) – zien voor het pond en de dollar. De scherpe daling van het verschil tussen de 3 maand risk reversal en de 2 maand risk reversal betekent dat de markt verwacht dat het pond in waarde daalt ten opzichte van de Amerikaanse dollar in de periode tussen twee en drie maanden in de toekomst.[57] De scherpe daling vindt juist plaats op 23 maart 2016 (figuur 3.1), de datum waarop het Britse referendum binnen de 3 maanden risk reversals valt. Markten verwachten dus een neerwaartse trend van de wisselkoers van het pond ten opzichten van de Amerikaanse dollar na het Britse referendum. Uit figuur 3.1 volgt ook dat beleggers zich in een veel beperktere mate zijn gaan indekken tegen een depreciatie van de euro als gevolg van een Brexit.

Figuur 3.1 Markt verwacht nog geen depreciatie van de euro bij Brexit



Bron: Datastream, CPB.

De houdbaarheid van de Griekse schuld blijft een risico[58]

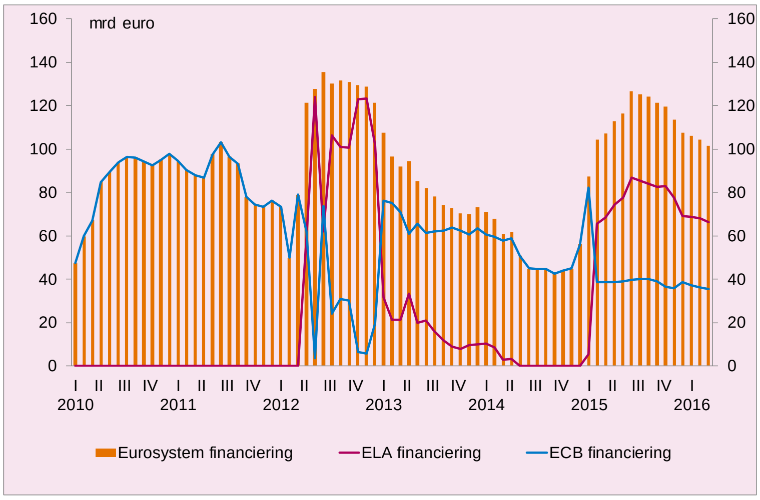
Rondom de houdbaarheid van de Griekse schuld blijft het de vraag of het huidige programma voldoet.[59] Afgelopen zomer bereikten de lidstaten van de eurozone een akkoord voor een noodpakket van 86 mld euro voor Griekenland in ruil voor

[56] Zie Bank of England (2016), Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 13 April 2016, (link)
[57] Deze figuur is aangemaakt op 13 april 2016.
[58] Stand van zaken voor dit stuk is 8 mei 2016.
[59] Zie Lukkezen (2015), Analyse van financierbaarheid Griekse publieke schuld – tentatieve uitkomsten, CPB Achtergronddocument 15 september 2015. (link)

hervormingen en bezuinigingen. Het IMF neemt nog niet officieel deel aan het programma, maar is wel betrokken bij alle onderhandelingen. Met dit leningenprogramma werd de dreiging van een 'Grexit' afgewend. Griekenland heeft tot doel een primair overschot van 3,5% bbp te bereiken voor 2018 en verder, dat als een ambitieuze doelstelling wordt gezien. Enerzijds is met de hervorming van het pensioenstelsels op 8 mei 2016 een groot hindernis genomen.[60] Anderzijds stellen schuldeisers voor de uitbetaling van de lening specifieke eisen, onder meer op het gebied van inkomstenbelasting, de verbetering van faillissementswetgeving, en het opzetten van een privatiseringsfonds om zijn financiële positie te verlichten. Op termijn lijkt verdere schuldverlichting echter onvermijdelijk wil Griekenland weer volledige toegang kunnen krijgen tot de financiële markten[61]; het IMF pleit hier ook al geruime tijd voor. De eerste discussie over schuldmaatregelen heeft inmiddels plaatsgevonden tussen de ministers van Financiën van de eurozone.

Er zijn niet alleen neerwaartse risico's rondom de situatie in Griekenland. Hoewel het Griekse bankwezen een jaar na het oplaaien van de Grexit-crisis nog niet in staat is om financieel op haar eigen benen te staan, zijn er ook lichtpuntjes te melden. Zo kon begin april van dit jaar de Griekse Centrale Bank het plafond voor de Emergency Liquidity Assistence (ELA) verlagen vanwege een verbeterde liquiditeitspositie van de Griekse bankensector, zie figuur 3.2.[62] Ook blijft positief dat de financiële markten Griekenland als een op zichzelf staande casus beoordelen. Opvallend blijft echter wel dat de totale financiering van het eurosysteem aan Griekse banken nog steeds hoog is, en minder snel daalt dan in 2012.

Figuur 3.2 Financiering van het eurosysteem aan Griekse banken



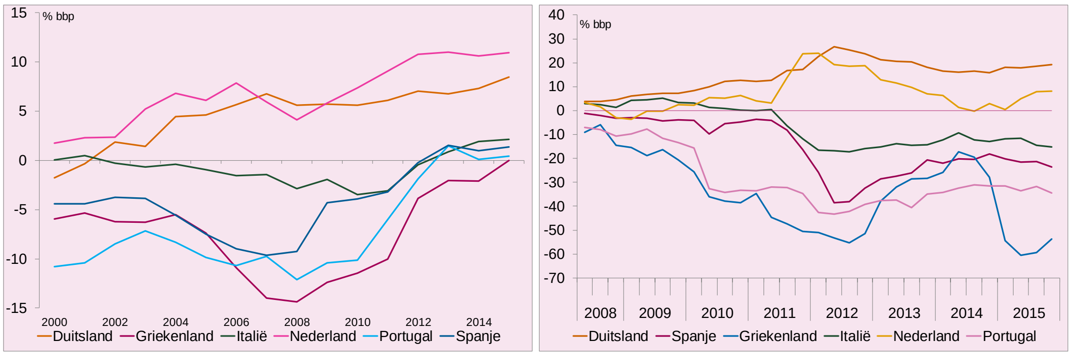
Bron: Bank of Greece, CPB.

[60] Zie OECD (2016), OECD *Economic Surveys: Greece 2016*. (link)
[61] Zie het kader 'Verdere afspraken over Griekse schuld waarschijnlijk nodig' in CPB (2015), *Macro Economische Verkenning 2016*. (link)
[62] Zie dit persbericht van 7 april 2016 van de Griekse Centrale Bank.

Onevenwichtigheden in het eurogebied

Grote tekorten (en overschotten) op de lopende rekening kunnen een aanwijzing zijn voor onevenwichtigheden in het eurogebied. Het saldo op de lopende rekening van verschillende Europese landen is de afgelopen jaren sterk verbeterd (figuur 3.3, links). Spanje, Italië en Portugal hebben nu een overschot op de lopende rekening (som van handelsbalans en inkomensrekening). Voor de crisis hadden deze landen nog tekorten van soms meer dan 10% bbp. De omslag in het saldo op de lopende rekening heeft (nog) niet geleid tot een verbetering van de externe schuldposities van Spanje en Portugal. Hoewel er recent een lichte verbetering is opgetreden, ligt de netto schuldposities voor beide landen nog rond de 100% bbp.[63] Stijgende rentes zouden hier opnieuw voor houdbaarheidsproblemen kunnen zorgen.

Figuur 3.3 Saldo lopende rekening (links) en Saldo bij Target 2 voor geselecteerde landen(rechts)



Bron: IMF, ECB.

Een andere indicator voor onevenwichtigheden in het eurogebied zijn de saldi van TARGET2, de vorderingen en schulden van centrale banken in het eurogebied ten opzichte van de ECB die ontstaan door het dagelijkse betalingsverkeer.[64] Tijdens de eurocrisis liepen deze saldi fors op, waarbij de zuidelijke landen grote tekorten ontwikkelden. Het afgelopen jaar is het Italiaanse saldo met ongeveer 70 mld en het Spaanse saldo met ongeveer 50 mld euro verslechterd. In 2011 en 2012 liepen de tekorten veel sneller op. De tekorten impliceren dat banken in deze landen meer lenen van hun centrale bank dan van andere banken in het eurogebied. Hoewel bescheiden in absolute omvang zijn de tekortsaldi voor landen als Spanje, Griekenland en Portugal relatief groot in verhouding tot het bbp (zie figuur 3.3, rechts).

Private schulden in eurogebied zijn nauwelijks afgenomen

Hoge private schulden kunnen een voorbode zijn van een financiële crisis. Er zijn ook aanwijzingen dat het toenemen van schuldratio van huishoudens een recessie

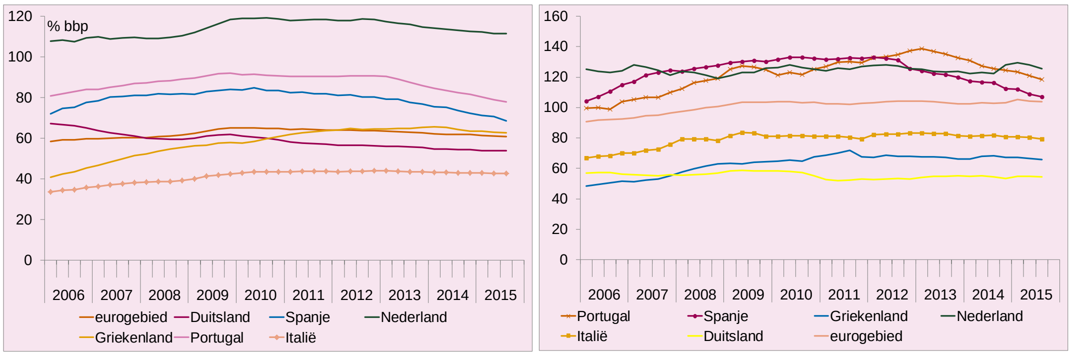
---

[63] Zie het Macroeconomic Imbalances Procedure (MIP) Scoreboard op Eurostat (link)
[64] Zie het kader 'TARGET2 saldi illustreren diepte Europese crisis' in CPB (2012), *Centraal Economisch Plan 2012*. (link)

voorspelt.[65] De schuldratio van huishoudens in het eurogebied is recent enigszins afgenomen, vooral in Spanje en Portugal (figuur 3.4, links). De bruto schulden van Nederlandse huishoudens ten opzichte van het bbp blijft hoog; het is een gevolg van de lange balansen in Nederland. In de Verenigde Staten is de schuld van huishoudens sinds 2009 met bijna 20%-punt afgenomen is tot 80% bbp. De gemiddelde schuldquote in het eurogebied is 60% bbp.

De schuldquote van niet-financiële bedrijven in het eurogebied is stabiel. Na de crisis is de schuldquote van niet-financiële bedrijven in Spanje en Portugal gedaald. De Nederlandse schuld van niet-financiële bedrijven is ook hoog in internationaal perspectief. Vooral in Nederland gevestigde grote internationale bedrijven hebben hoge schuldquotes, en ook hoge eigen vermogens.[66]

Figuur 3.4 Private schulden (% bbp) in eurogebied nemen nauwelijks af: huishoudens (links), niet-financiële bedrijven (rechts)



Bron: Thomson Reuters Datastream, BIS, Eurostat.

Structurele hervorming nodig om kernproblemen op te lossen

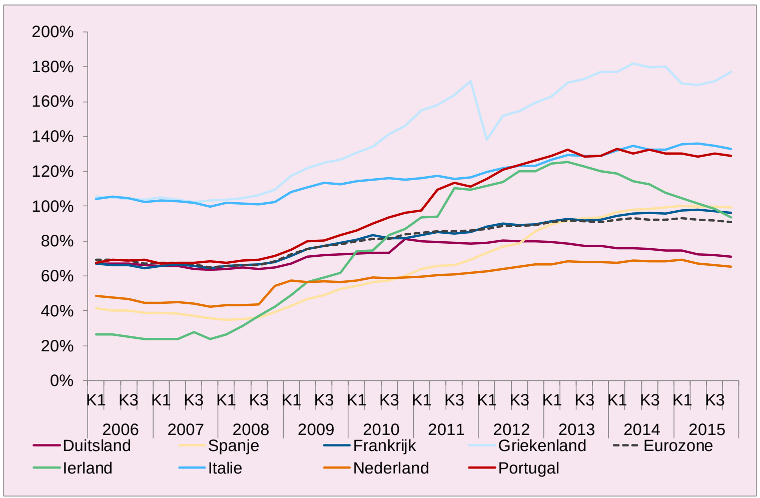
Overheidsschulden en tekorten in Europa zijn nog steeds hoog. Zo zijn overheidsschulden in Italië en Portugal nog aanzienlijk boven de 100% van het bbp (zie figuur 3.5), en is het nog te vroeg om te concluderen dat de schuldencrisis in de eurozone volledig voorbij is. Tegelijkertijd zijn mede door het ruime monetaire beleid de rentes in Europa ongekend laag. Kwantitatieve verruiming drukt hiermee de financieringskosten voor overheden in het eurogebied. Een hiermee gepaard gaand ongewenst neveneffect is de geringere prikkel voor overheden om hun schulden te verlagen en structurele hervormingen door te voeren. Voor de kredietwaardigheid op de middellange termijn zijn de groeivooruitzichten van de Europese lidstaten van belang. In een aantal Europese landen vergt het realiseren van duurzame niveaus van economische groei meer urgentie met het doorvoeren van structurele hervormingen gericht op productiviteitsverbetering. Dit zijn bijvoorbeeld maatregelen op het gebied

---

[65] Zie Schularick, M. en A.M. Taylor, 2012, Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008, NBER Working Paper 15512 (link) en Mian, A.R., A. Sufi en E. Verner, 2015, Household debt and business cycles worldwide, NBER Working Paper 21581 (link)
[66] Zie Jansen, C. en M. Ligthart (2014), Spaaroverschot niet-financiële bedrijven: ontwikkeling, oorzaken en gevolgen, CPB Achtergronddocument. (link)

van publieke financiën, onderwijs, regulering van de productmarkt en de arbeidsmarkt, maar ook faillissementswetgeving.[67] Hoewel de Europese instanties als de Commissie en de ECB aanbevelingen voor structurele hervormingen doet, die bijvoorbeeld in Ierland bijzonder goed zijn aangeslagen, neemt een aantal landen ze beperkt over.

Figuur 3.5 Overheidsschuld als percentage van bbp in Europa



Bron: ECB, CPB.

Europees bankwezen blijft kwetsbaar

Ook in de nasleep van de financiële crisis blijft het Europese bankwezen kwetsbaar. Zo heeft het Europese bankwezen te maken met lage winstgevendheid als gevolg van een langdurige aanhoudende lage rente en een hoog aantal probleemleningen. Een lagere winstgevendheid beïnvloedt de financiële stabiliteit langs twee kanalen. Ten eerste verkleint het de mogelijkheden om kapitaalbuffers op te bouwen via winstinhouding. Ten tweede kan een lage winstgevendheid banken prikkels geven om meer risico's te nemen en zo hogere rendementen te genereren.

De langdurige lage rente kan de winstgevendheid van Europese banken op twee manieren aantasten. Zo daalt de rentemarge van banken door de steeds vlakkere rentecurve.[68] Voor banken wordt het steeds lastiger om goedkoop geld aan te trekken en tegen een hogere vergoeding uit te zetten nu de marktrentes over de hele breedte dalen. Een andere reden is dat de ECB een negatieve depositorente hanteert voor aanhouden van reserves en overtollige kasgelden. Tot op heden hebben slechts enkele banken deze kosten doorberekend aan vermogende en grootzakelijke klanten.

De marktrespons op deze ontwikkelingen was ondubbelzinnig negatief in de eerste maanden van dit jaar, te meer ook dat beleggers in toenemende mate zich realiseren

---

[67] Speech van Mario Draghi op 2 mei 2016. (link)

[68] Zie Claessens, S., N. Coleman en M. Donnelly (2016), "Low-for-long" interest rates and net interest margins of banks in Advanced Foreign Economies, IFDP Notes, 11 april 2016. (link)

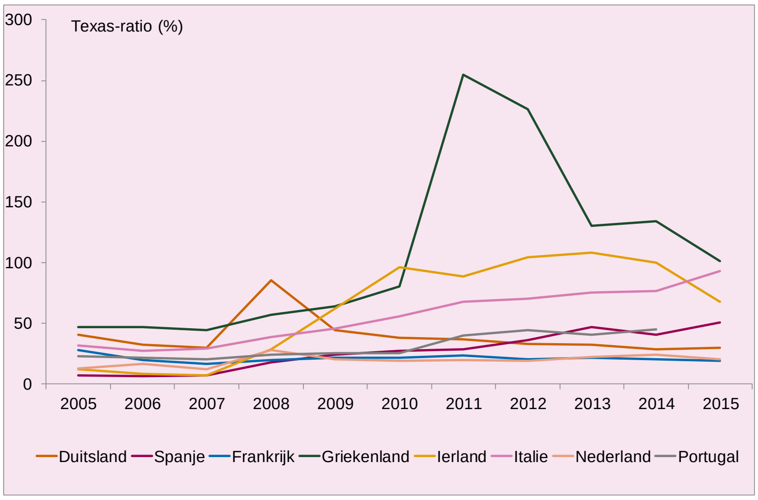
dat zij, in plaats van de overheid, de verliezen zullen moeten dragen. Griekse, Italiaanse, Portugese en enkele grote Duitse banken verloren meer dan vijftien procent van hun waarde op de beurs.

In de nasleep van de Europese crisis slepen veel Europese banken nog grote hoeveelheden probleemleningen met zich mee. Het aandeel oninbare leningen (non-performing loans, NPL) in Europa verdubbelde grofweg sinds 2009. In 2015 bedroeg het volume probleemleningen ongeveer 900 mld euro. Dit betreft vooral lenigen van banken in Zuid-Europa.

De moeizame situatie van Italiaanse banken zullen niet van directe invloed zijn op de kredietverlening aan Nederlandse bedrijven. Toch kan de Nederlandse financiële sector aandelen of obligaties van Italiaanse banken bezitten en andere leningen hebben afgesloten. Indirect zal dat gevolgen kunnen hebben voor de Nederlandse economie. Bij een naar het Europees bankwezen overslaande Italiaanse bankencrisis zijn de gevolgen nog groter en de mechanismen waarop deze de Nederlandse economie zullen raken zijn complexer. De eurocrisis heeft laten zien dat er belangrijke onderlinge afhankelijkheden zijn in het eurogebied.

Ook de Texas ratio's wijzen op een stabiliteitsrisico. De Texas-ratio, berekend als de verhouding tussen oninbare leningen ten opzichte van bancair kapitaal en voorzieningen[69], is een indicator voor de kans dat een bank omvalt. De Texas-ratio's van banken in Griekenland (ondanks het Europees noodpakket), Italië (middelgroot) en Ierland liggen dicht in de buurt van de 100%, wat duidt op serieuze stabiliteitsrisico's, zie Figuur 3.6.

Figuur 3.6 Texas Ratio's voor Europese banken



Bron: Bankscope, CPB.

[69] Zie Dallas FED (2012), Financial Insights, vol1(3). (link)

Banken kunnen de lagere winstgevendheid proberen te keren via kostenbesparingen. Kostenniveaus kunnen stijgen door de (toekomstige) zwaardere kapitaaleisen en de implementatie van nieuwe impairment vereisten van IFRS 9. De focus op het verwachte verliesmodel in IFRS9 kan leiden tot hogere kredietvoorzieningen met een mogelijke impact op zowel het eigen vermogen als op risicogewichten.[70] Europese bankgiganten als HSBC, Deutsche Bank, RBS en de Rabobank kondigden de afgelopen tijd aan honderden miljarden euro's aan leningen te verkopen. Op deze manier verkleinen ze hun balans en proberen ze de winstgevendheid en hun kapitaal te laten toenemen. Het IMF concludeerde recent dat slechts 60% van de banken in ontwikkelde landen een bestendig verdienmodel heeft. Een kwart van de banken zal het heel lastig krijgen en 15% van de banken zou zijn verdienmodel moeten herzien om de winstgevendheid te verbeteren. In de eurozone is een op de drie banken niet levensvatbaar. De meeste daarvan zijn Zuid-Europese banken, en een aantal zijn Duits. Nederlandse banken behoren niet tot deze categorie.[71]

4 Risico's voor de Nederlandse financiële sector

Positieve ontwikkelingen in structuur landschap banken en verzekeraars

Hoewel het Nederlandse bankwezen internationaal gezien groot en geconcentreerd is, verandert de structuur van de sector in positieve zin. Een aantal ontwikkelingen ligt daaraan ten grondslag. Zo was er vorig jaar de succesvolle beursgang van de in de crisis genationaliseerde ABN AMRO Bank. Daarnaast krijgt de Nederlandse bankensector er met de start-up Bunq voor het eerst in tien jaar een nieuwe aanbieder van bancaire diensten erbij. De laatste was de inmiddels failliete DSB Bank, en daarvoor Triodos, 35 jaar geleden. In 2012 betrad weliswaar Knab als nieuwkomer de bancaire markt, maar liftte als dochter van Aegon mee op de bankvergunning van de pensioenuitvoerder. Potentieel minder goed nieuws is dat Delta Lloyd haar belang in Van Lanschot afstoot om haar eigen kapitaalspositie te verbeteren. De vraag is of een zelfstandig scenario voor Van Lanschot een kans van slagen heeft, gegeven de recente berichtgeving dat ze langer nodig heeft haar financiële doelstellingen te behalen.

De betrokkenheid van de overheid bij de genationaliseerde banken beperkt zich tot ABN AMRO (deels) en SNS Bank. Deze laatste bank is in 2013 gered en genationaliseerd door de Staat. Een meerderheid van de Tweede Kamer wil dat het

---

[70] Zie Joint Committee of European Supervisory Authorities (2016), Risks and vulnerabilities in the EU financial system. (link)
[71] Zie IMF (2016), Global Financial Stability Report, april 2016. (link)

kabinet de mogelijkheid onderzoekt om SNS in staatshanden te houden.[72] Het kader 'Welke opties voor exitstrategie voor SNS?' gaat verder in op de mogelijke opties voor een exitstrategie voor SNS. Medio 2016 brengt NLFI advies uit aan de minister van Financiën over de toekomst van SNS Bank.[73]

Het ziet er naar uit dat de Nederlandse overheid dit jaar nog afscheid gaat nemen van de staatsdeelnemingen in verzekeraars. De staatsdeelnemingen in VIVAT (voormalig Reaal) zijn vorig jaar verkocht aan de internationaal opererende Chinese verzekeringsmaatschappij Anbang Group.[74] Nog dit jaar wil het kabinet ASR naar de markt terug brengen. Het kabinet stelt dat een beursgang het meest voor de hand ligt; de minister van Financiën heeft aangegeven dat het loket voor onderhandse biedingen tot aan de beursgang dicht is. De beursintroductie is mogelijk vanaf de eerste helft van 2016.[75] De staat zal ASR voorzien van een lichtere beschermingsconstructie dan ABN AMRO, namelijk een stichting continuïteit. Als gevolg van een lichtere bescherming, heeft de voor ASR voorgestelde constructie slechts een neerwaartse waarde-impact tussen de 0-2%.[76] De kans op waardevermindering is vooral aanwezig bij zware beschermingsconstructies, die de zeggenschap van aandeelhouders sterk inperken.[77]

Technologische innovatie kan uiteenlopende gevolgen hebben voor het financiële systeem en de structuur van de financiële sector. Concurrentie komt uit een nieuwe hoek (Fintech[78]), waarbij internationale verschillen in privacy wetgeving bepalen wat bedrijven uit een bepaalde regio wel of niet kunnen doen. De opkomst van dergelijke bedrijven kan uiteenlopende gevolgen hebben. Fintech bedrijven die zich op één product of dienst richten, kunnen het bedrijfsmodel van banken uithollen. Maar de technologie die Fintech bedrijven gebruiken, biedt ook kansen voor traditionele spelers om hun productaanbod, dienstverlening en distributie te herzien en de kosten te drukken. Ze moeten dan wel schoon schip maken met hun ICT-problemen uit het verleden. Tegelijkertijd hebben traditionele spelers door hun kennis van wet- en regelgeving en toegang tot zachte informatie een concurrentievoordeel ten opzichte van toetreders. Kortom, hoewel door de snelle groei van Fintech zich een digitale

---

[72] Zie Motie van de leden Merkies en Nijboer over SNS Bank in staatshanden houden, 22 maart 2016.
[73] Zie Kamerbrief 'Verkoop ABN AMRO' van 22 mei 2015, pagina 6 (link)
[74] DNB gaf op 3 juli 2015 de verklaring van geen bezwaar voor de overdracht van Vivat aan de Chinese verzekeraar Anbang. Op 26 juli 2015 stemde ook de Chinese toezichthouder in met de aankoop van Vivat door Anbang, en werd de verkoop van Vivat definitief. Zie DNB (2016), Staat van het toezicht 2015. (link)
[75] Zie Kamerbrief ' Verkoopplannen ASR Nederland N.V.' van 27 november 2015. (link)
[76] Zie Kamerbrief 'Verkoopplannen ASR Nederland N.V.' van 27 november 2015. (link)
[77] Zie CPB (2015), Risicorapportage Financiële Markten 2015, CPB Notitie 5 juni 2015. (link)
[78] Hoewel er geen eenduidige definitie van de term Fintech bestaat, gaat het om gespecialiseerde en sterk ICT georiënteerde bedrijven van buiten de traditionele financiële wereld die zich richten op processen, producten of diensten uit die wereld.

revolutie lijkt te voltrekken, blijft onzeker hoe de marktstructuur en het concurrentielandschap veranderen.[79]

De opkomst van Fintech gaat ook gepaard met risico's van regulatory arbitrage. Dit betekent dat nieuwe financiële diensten worden aangeboden die dezelfde markt bedienen als traditionele financiële diensten, maar niet onder de huidige regelgeving vallen. Het risico is met name aanwezig in nieuwe vormen van kredietverlening, zoals peer-to-peer platformen. Dit soort platformen brengt investeerders en ondernemers die krediet nodig hebben bij elkaar, en vallen niet onder wet- en regelgeving voor banken, terwijl ze activiteiten ontplooien die dicht bij bancaire activiteiten liggen. In Nederland is op zulke activiteiten de Wet op het financieel toezicht (de Wft) van toepassing, hoewel de wetgeving nog niet volledig is ingericht op p2p-lending.[80] In de VS investeren steeds meer investeringsbanken in p2p-platformen, waarmee ze dus indirect kredieten kunnen uitzetten zonder daarvoor de gebruikelijke hoeveelheid kapitaal voor aan te moeten houden.[81]

Commercieel vastgoed risico voor Nederlandse financiële sector

Toenemende leegstand van kantoren en winkelpanden kan op termijn leiden tot nieuwe risico's voor banken en pensioenfondsen. De directe blootstelling van het Nederlandse financiële systeem op commercieel vastgoed behoort tot een van de hoogste in Europa. Zowel banken als pensioenfondsen hebben relatief veel blootstelling op commercieel vastgoed.[82]

Sinds het uitbreken van de kredietcrisis is de leegstand hoog en bovendien is het aantal leegstaande kantoorpanden de afgelopen jaren alleen maar verder toegenomen, zie figuur 4.1 (links). Enerzijds leidde de economische crisis tot krimp en faillissementen van bedrijven, waardoor de vraag naar kantoor- en winkelruimte daalde. Anderzijds spelen ook meer structurele veranderingen een rol. Zo ontstaan door technologische ontwikkelingen andere vormen van werken ('het nieuwe werken') en winkelen (internetshoppen) en leidt een afvlakkende bevolkingsgroei structureel tot een lagere vraag naar winkel- en kantoorruimte.[83] Dit laatste reflecteert zich ook in de duur van de leegstand: het aandeel structurele leegstand nam sinds 2012 sterk toe. DNB onderzocht in de tweede helft van 2013 de commercieel-vastgoedportefeuille van de Nederlandse grootbanken door de te verwachten verliezen te berekenen voor zowel de korte termijn – met een

[79] Zie Bijlsma, M., W. van Ommen en S. van Veldhuizen (2016), De toekomst van de financiële sector: FinTech en regulering, CPB Policy Brief 2016, te verschijnen.
[80] De Autoriteit Financiële Markten en de Nederlandsche Bank hebben wel interpretaties gegeven over crowdfunding, zie AFM en DNB (2013), Interpretatie DNB en AFM over crowdfunding. (link)
[81] Zie Goldman Sachs (2015), The future of finance: the rise of the new shadow bank.
[82] Zie ESRB (2015), Report on commercial real estate and financial stability in the EU, December 2015. (link)
[83] Zie PBL (2015), Commercieel vastgoed steeds vaker leeg maar toch populair bij beleggers, Nieuwsbericht 12 juni 2015. (link)

tijdshorizon van maximaal 12 maanden – en voor de looptijd van de onderliggende leningen.

Welke opties voor exitstrategie voor SNS?

Voor de zomer komt het NLFI met een advies over de toekomst van SNS Bank. Tegelijkertijd is er een Kamermotie ingediend om SNS Bank in staatshanden te houden. Voor de concurrentieverhoudingen in het Nederlandse bankenlandschap kan het goed zijn als de drie grootbanken vergezeld worden door een vierde private speler van enig formaat. Dit kader beschrijft de verschillende alternatieven wat de staat met SNS kan doen.

Een beursgang is een zinvolle optie als SNS aantrekkelijk genoeg is voor kapitaalverschaffers om er in te beleggen. Daarbij lijkt SNS, net als ABN AMRO, geen groeiaandeel te zijn. Immers, SNS is regionaal verankerd, richt zich op standaardproducten als sparen, hypotheken en kredietverlening aan het mkb, en opereert in een verzadigde markt. Groeimogelijkheden lijken dus beperkt, waardoor SNS het moet hebben van dividendrendement. Een beursgang lijkt daarmee niet ondenkbaar.

Een tweede optie is een coöperatieve structuur. Het omvormen van SNS tot een coöperatie is complex en daarmee tijdrovend, vanwege een omslag in aansturing en verdeling van zeggenschap, in een van oudsher een centraal geleide organisatie. Daarnaast is het de vraag of er onder SNS klanten interesse is voor het kopen van ledencertificaten. Een te geringe interesse drukt dan de te realiseren opbrengst van privatisering van SNS.

Een andere optie is SNS te verkopen aan een private partij. De centrale vraag hier is welke private partijen interesse zouden hebben in SNS. Voor de hand liggende partijen als buitenlandse banken en private equity lijken geen optie, omdat, zoals hierboven gezegd, de groeimogelijkheden beperkt lijken. Voor private equity partijen spelen daarbij mogelijk ook de eisen die de Nederlandse toezichthouders stellen. Desondanks valt private equity niet volledig uit te sluiten: CVC probeerde voor de nationalisatie SNS Reaal over te nemen.

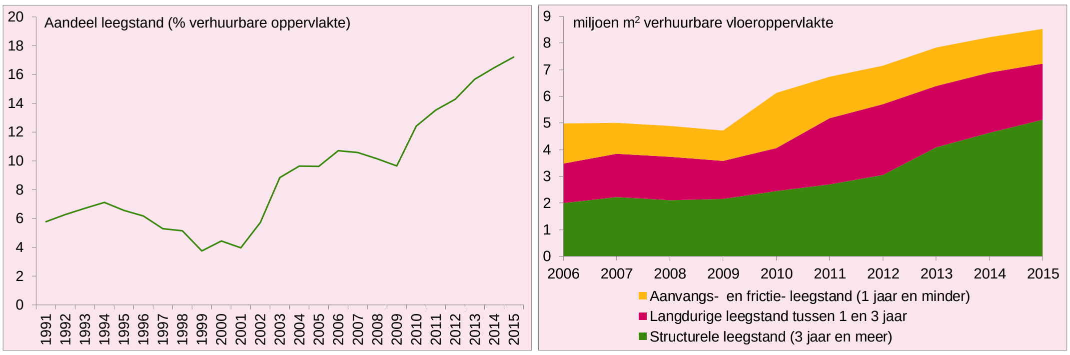
De laatste optie is om SNS in staatshanden te houden. Het argument in de Kamermotie hiervoor is de wenselijkheid van een divers bankenlandschap, waarin SNS dan een maatschappelijke behoefte vervult als een klassieke nutsbank met eenvoudige producten, en lage kosten en risico's. De vraag is of een staatsbank de geëigende manier is om deze doelen te realiseren. Immers, als een gebrek aan diversiteit of concurrentie in de bankensector het onderliggende probleem is, dan ligt een oplossing als het verlagen van toetreding barrières in de bankensector meer voor de hand. Evenzo geldt dat als risico's van particulier bankieren te hoog zouden zijn, gerichte wet- en regelgeving, gecombineerd met toezicht, risico's voor particulieren bij alle banken op de geëigende manier inperken.

Tot slot kleven aan een staatsbank ook risico's. Empirisch onderzoek laat zien dat staatseigendom van de banken de ontwikkeling van de financiële sector kan belemmeren en tot lagere economische groei kan leiden (a). Daarnaast valt niet uit te sluiten dat ook staatsbanken in hoog risicovolle activa investeren. Zo investeerden Duitse staatsbanken voor de kredietcrisis veel in risicovolle activa. Uiteindelijk leidde dit tot het faillissement van Westdeutsche Landesbank, waarvan de overheid deels eigenaar was. De totale kosten om Landesbanken van de Duitse overheid te redden worden op 10% van de belastinginkomsten geschat (b). Ook valt het risico van politieke inmenging niet uit te sluiten, zoals gebeurde in Spanje met Bankia, waar het bestuur volledig bestond uit politieke connecties van de voorzitter. De bail-out van Bankia kostte de Spaanse overheid enkele miljarden euro's (c).

(a) Bijlsma, M. en A. Dubovik (2014), Banks, financial markets and growth in developed countries: a survey of empirical literature, CPB Discussion Paper 266.
(b) IMF (2011), Financial Sector Assessment Program Update Germany, Banking Sector Structure. Technical Note
(c) Fernández-Villaverde, J., Garicano, L., & Santos, T. J. (2013), Political credit cycles: the case of the Euro zone. Journal of Economic Perspectives, vol 27(3): 145-166.

DNB concludeerde toen dat er voldoende voorzieningen waren.[84] Sindsdien nam de structurele kantorenleegstand toe tot 60% van de totale leegstand, zie figuur 4.1 (rechts). Deze trends kunnen leiden tot de opbouw van nieuwe risico's voor banken en pensioenfondsen. Met een blootstelling van Nederlandse banken op de Nederlandse kantoren- en winkelmarkt van 34 mld euro kunnen potentiele verliezen dus groot zijn.[85]

Figuur 4.1 Leegstand kantoren stijgt (links) en meer structureel van aard (rechts)



Bron: Planbureau voor de Leefomgeving, CPB.

De situatie in de verzekeringssector blijft zorgelijk

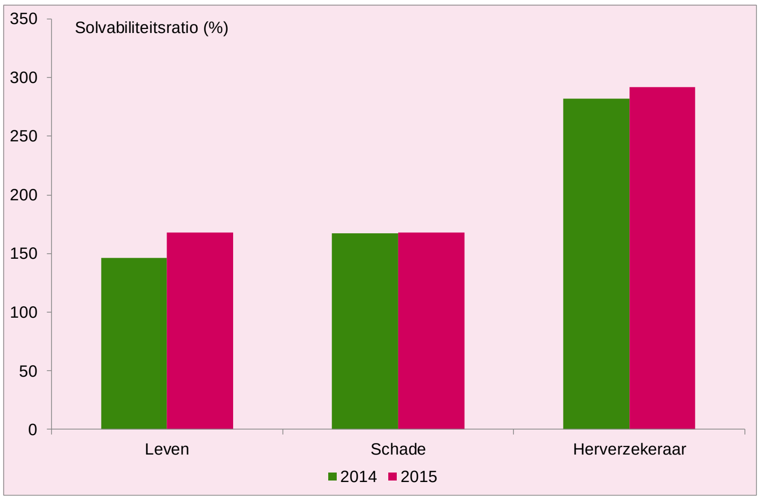
De vooruitzichten van verzekeraars zijn zeer ongunstig te noemen. Zo ondermijnt de lage rente de vermogenspositie van verzekeraars, kalft de markt voor levensverzekeringen af en staan potentiele claims als gevolg van de woekerpolisaffaire herstructurering in de weg.[86]

Per 1 januari van dit jaar trad het nieuwe toezichtskader voor verzekeraars in de Europese Unie, Solvency II, in werking. Figuur 4.2 laat de Solvency II ratio's van Nederlandse verzekeraars zien. Solvency II voert risicogebaseerde kapitaaleisen in en verplicht verzekeraars de bezittingen en verplichtingen op de balans op marktwaarde te waarderen. Het achterliggende idee is ontwikkelingen op de financiële markten directer te laten weerspiegelen op de balans en zo risico's eerder te kunnen signaleren. De langdurig lage rente is een voorbeeld van een dergelijke ontwikkeling. De lage rente vergroot de waarde van verplichtingen, die de financiële positie van verzekeraars onder druk zet. Het risico van de combinatie van marktwaardering en risico-gewogen kapitaalseisen zijn de mogelijke prikkels tot procyclisch investeringsgedrag en de daarmee mogelijk gepaard gaande toenemende

[84] Zie Kamerbrief 'Afronding onderzoek DNB commercieel vastgoedblootstellingen banken' van 28 maart 2014. (link)
[85] Zie DNB (2016), Jaarverslag 2015. (link)
[86] Zie CPB (2015), Risicorapportage Financiële Markten 2015, CPB Notitie 5 juni 2015. (link)

marktvolatiliteit. Verzekeraars worden namelijk gedwongen tot het verstevigen van solvabiliteitsposities juist op het moment dat de markten zwak zijn.[87]

Figuur 4.2 Solvency II ratio's van Nederlandse verzekeraars[88]



Bron: DNB.

Daarnaast staat door een aantal ontwikkelingen het verdienvermogen van de verzekeraars onder druk. Zo drukt een krimpend premievolume in de levensverzekeringenmarkt het verdienvermogen. Deze krimp zal de komende jaren naar verwachting blijven doorzetten door de toegenomen concurrentie van banksparen. Daarnaast neemt het verdienvermogen in schade en pensioenverzekeringsmarkten af. De schademarkt is zeer competitief: de top 10 schadeverzekeraars hebben een marktaandeel van ongeveer 60%, en de markt kenmerkt zich door lage marges.[89] Tegelijkertijd neemt de concurrentie in de pensioenmarkt toe door de introductie van het Algemeen Pensioenfonds als nieuw type pensioenuitvoerders.

Een oplossing voor onder druk staande verdienmodellen ligt in kostenreductie en dus in consolidatie van de verzekeringssector. Echter, de schaduw die de woekerpolisaffaire over de sector werpt staat verdere consolidatie in de weg.[90] Het afwikkelen van de woekerpolissen is omgeven met grote onzekerheden rond de omvang van de claims. Het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening (KiFiD) nam een deel van die onzekerheid weg door in het begin van 2016 in een individuele zaak een nadere uitleg van een Europees arrest over woekerpolissen te geven. Verzekeraars hadden bij de verkoop van woekerpolissen hun klanten meer

---

[87] Zie Bank of England (2014), Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds, A Discussion Paper by the Bank of England and the Procyclicality Working Group. (link)
[88] Solvabiliteitsratio is de ratio tussen aanwezig kapitaal en vereist kapitaal.
[89] Zie Commissie Verzekeraars (2015), Nieuw leven voor verzekeraars, (link) en DNB (2015), Toekomstbestendigheid bedrijfsmodellen Nederlandse verzekeraars. (link)
[90] Zie CPB (2015), Risicorapportage financiële markten 2015, CPB Notitie, 5 juni 2015. (link)

informatie moeten geven over de hoge kosten, blijkt uit die uitspraak van KiFiD. Hoewel hieruit geen algemeen geldende jurisprudentie voortvloeit, kan die uitleg welde deur openen voor mogelijk hogere compensaties in het woekerpolis-dossier.

5 Doorwerking van risico's van Nederlandse financiële sector in de Nederlandse reële economie

Lage dekkingsgraad pensioenfondsen en lagere uitkeringen

In maart zijn de dekkingsgraden van de grote pensioenfondsen enigszins verbeterd, maar ze blijven nog steeds erg laag. De huidige lage rentestand in combinatie met een onvoldoende indekking tegen een rentedaling is de voornaamste reden voor deze lage dekkingsgraden.[91] Gemiddeld, gewogen naar fondsomvang, hadden de pensioenfondsen over de periode 2007-2015 het renterisico voor ongeveer 40% afgedekt. Hierbij hadden de fondsen met de laagste renteafdekking minder dan 20% van het risico afgedekt terwijl de hoogste afdekking boven de 90% lag.[92] Over het algemeen dekken grotere fondsen een kleiner deel van het renterisico af dan middelgrote en kleinere fondsen.

De beleggingsstrategie en de mate van indekken tegen een rentedaling kiezen fondsen overigens zelf. De toezichthouder (DNB) kan fondsen niet dwingen een bepaald beleggingsbeleid te voeren. DNB gaf enkele jaren geleden het pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken een aanwijzing om het belang in goud te verminderen. Het fonds heeft dit besluit aangevochten bij de rechter en gewonnen. Deze casus illustreert dat het voor DNB soms lastig is om toezicht te houden op het beleggingsbeleid. De belangrijkste wettelijke eis voor het beleggingsbeleid is de prudent person regel; een open norm die op hoofdlijnen vereist dat pensioenfondsen de beleggingen afstemmen op de aard en duur van de pensioenuitkeringen. Een duidelijker wettelijk kader voor het beleggingsbeleid zou DNB kunnen helpen om fondsen, indien nodig, te dwingen een beleggingsbeleid te voeren dat meer in lijn is met de pensioentoezeggingen van het fonds.

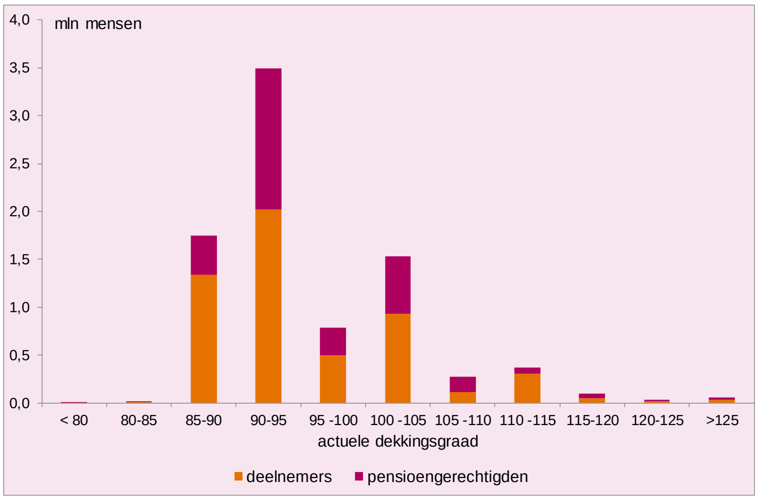
Bij een langdurige aanhoudende lage rente valt een structureel herstel van de dekkingsgraad niet te verwachten. Het is dus niet ondenkbaar dat er in de nabije toekomst gekort moet worden op de uitkeringen. Uit de herstelplannen van de pensioenfondsen blijkt dat het herstel vrijwel geheel uit toekomstige rendementen moet komen. Een risico is dat beleggingsopbrengsten onvoldoende zijn en de fondsen

[91] Zie Boertje, B. (2016), Thema's in het pensioentoezicht, Speech EYe on Pensions, 16 maart. (link)
[92] Zie DNB (2015), Renteafdekking van pensioenfondsen, november 2015. (link)

verder onder druk komen te staan.[93] De pensioenpremie in 2016 is bij veel fondsen aan de lage kant, gezien de huidige lage rente. De premie voor nieuwe opbouw draagt hierdoor niet of zelfs negatief bij aan herstel van de dekkingsgraad.

De dekkingsgraad van de pensioenfondsen is veelal te laag om de uitkeringen te kunnen indexeren. Indexering is pas toegestaan als de beleidsdekkingsgraad boven de 110% ligt. Eind 2016 is slechts 7% van de gepensioneerden aangesloten bij een pensioenfonds dat aan deze eis voldoet. [94] Het mislopen van indexatie draagt bij aan het koopkrachtverlies voor de groep gepensioneerden. De kortingen bij pensioenen worden gespreid: in het nieuwe FTK mogen kortingen worden uitgesmeerd over een periode van tien jaar. Als de dekkingsgraden eind dit jaar 5%-punt lager zijn dan aan het einde van het eerste kwartaal, dan zou ongeveer de helft van de aanvullende pensioenen gekort worden, waarbij de gemiddelde korting 0,5% zou bedragen. Rekening houdend met AOW en progressie-effecten van belastingen en toeslagen legt het effect op het besteedbaar inkomen voor de betrokkenen in de orde van 0,2%.

Figuur 5.1 Veel deelnemers en pensioengerechtigden bij pensioenfondsen met lage dekkingsgraden, eind maart 2016



Bron: DNB.

Nederlandse pensioenfondsen blijken relatief kwetsbaar voor schokken op de financiële markten.[95] Nederlandse pensioenfondsen hebben relatief veel vermogen in aandelen en vastgoed, waardoor ze een ‘hoog’ risico lopen wanneer er zich schokken op de financiële markt voordoen. Dit blijkt uit de stresstest van EIOPA die de effecten van een aantal slecht-weerscenario’s, zoals een aanhoudende lage rentestand en een flinke daling van de beurskoersen, analyseerde op pensioenvermogens.[96] Bij gelijke stress-scenario’s worden Nederlandse fondsen relatief hard geraakt door het stress-

[93] Zie DNB (2016), Jaarverslag 2015. (link)
[94] Zie CPB (2016), *Centraal Economisch Plan 2016*. (link)
[95] Zie EIOPA (2015), Financial Stability Report, EIOPA-FSC-15-088/201. (link)
[96] Zie EIOPA (2016), IORPs Stress test Report, 2015. (link)

scenario, in vergelijking met fondsen in andere deelnemende landen.[97] Een oorzaak is dat de huidige Nederlandse dekkingsgraad (bij toepassing van gelijke waarderingsmethodes) hoger is dan het Europese gemiddelde, waardoor de daling groter is. Een andere oorzaak is dat Nederlandse pensioenfondsen meer beleggingsrisico lopen en hun renterisico minder afdekken dan fondsen in andere deelnemende landen. In de praktijk resulteert een dergelijke schok in hogere pensioenpremies en lagere pensioenen. Dit drukt op korte termijn consumptieve bestedingen van gepensioneerden door lagere pensioenen en werknemers door hogere premies. Op middellange termijn belast het de concurrentiepositie van bedrijven via een stijging arbeidskosten en de pensioenvooruitzichten voor thans werkenden.

Ondanks dat er bij de pensioenen de afgelopen jaren belangrijke aanpassingen zijn doorgevoerd om de financierbaarheid te verbeteren, zal een fundamentele herziening nodig zijn om het pensioenstelsel toekomstbestendig te maken. Het risico is dat het draagvlak en vertrouwen onder het stelsel afkalft. Enerzijds omdat de pensioenverplichtingen gevoeliger blijken voor schokken op de financiële markten. Anderzijds omdat het pensioenstelsel niet meer de zekerheid biedt die we dachten dat het zou geven. Nu een groot deel van de pensioenfondsen in zwaar weer verkeert en voor gepensioneerden (wederom) kortingen dreigen, wordt de roep om verandering/herziening van het stelsel luider. Het kabinet verwacht, na het advies van de SER in april, vóór de zomer met nadere bouwstenen voor een nieuw stelsel te komen. Aandachtspunten in een nieuw stelsel zijn onder meer de veranderende arbeidsmarkt, de macro-economische stabiliteitsrisico's die het pensioenstelsel met zich meebrengen, en het niet los van elkaar kunnen zien van de fiscale behandeling van de eigen woning en de pensioenregels.[98] Maar een herziening van het pensioenstelsel resulteert ook in een overgangsproblematiek, zoals zichtbaar bij een potentiele afschaffing van de doorsneepremie. Transitiegeneraties krijgen dan te maken met een pensioengat. De subsidies die transitiegeneraties op jonge leeftijd hebben verstrekt aan oudere generaties, ontvangen ze niet meer terug in de tweede helft van hun arbeidscarrière. De omvang van de overgangsproblematiek is geschat op zo'n 100 mld euro.[99]

Hogere eisen voor hypotheekverstrekking door banken

De internationale standaardisering van de risicogewichten van hypotheken in het kader van de Basel III-regelgeving kan leiden tot een beperktere beschikbaarheid van hypothecair krediet. De huidige risicogewichten die de Nederlandse banken hanteren voor hypotheken, vaak op basis van interne risico modellen, zijn relatief laag. Op basis van de recente voorstellen van de BIS, waarin sprake is van een minimumvloer voor de risicogewichten, zou het gemiddelde risicogewicht voor hypotheken van de

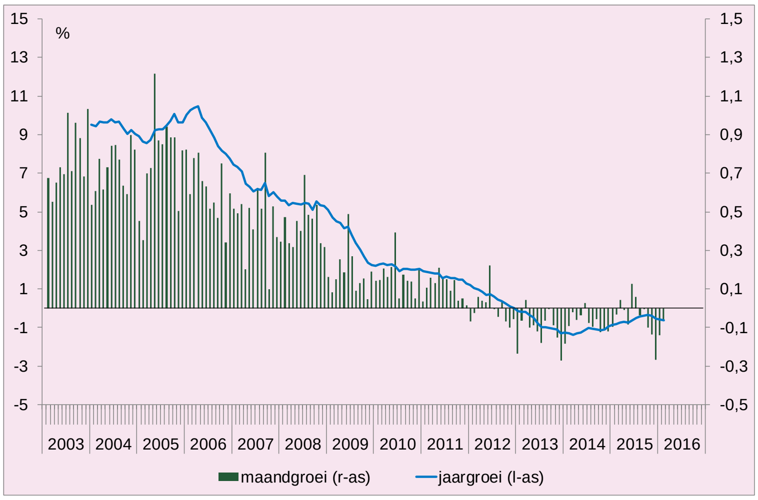
---

[97] Zie EIOPA (2016), IORPs Stress test Report, 2015, pagina 33. (link)
[98] Zie CPB (2016), *Centraal Economisch Plan 2016*. (link)
[99] Zie CPB (2013), Doorsneeproblematiek in pensioenen onder druk?, CPB Policy Brief 2014/01. (link)

grote Nederlandse banken kunnen toenemen van 11,5%[100] naar 35-45%.[101] Schattingen wijzen uit dat de kapitaalratio's van Nederlandse banken bij directe invoering van de minimumvloeren kunnen dalen met 25-55%.[102] De meeste banken hebben Core Tier I-ratio's van boven de 10%, waarmee ze ook bij directe invoering blijven voldoen aan de Basel III-vereisten. Naar verwachting worden deze nieuwe Bazelse afspraken eind 2016 vastgesteld, waarna deze eerst nog in EU-wetgeving moeten worden geïmplementeerd voordat deze bindend worden.

Wanneer banken zich als gevolg van deze regels moeten herkapitaliseren, kunnen ze of nieuw kapitaal ophalen, of minder hypothecair krediet verstrekken, of een deel van de hypotheekportefeuille verkopen om zo hun balans te verkorten. De eerste route heeft vanuit maatschappelijk perspectief bezien de voorkeur, maar wanneer banken aandelenuitgifte als te kostbaar beschouwen kiezen zij vaak voor de tweede route, die maatschappelijke kostbaar is.[103] Het gevolg is dat de Nederlandse economie in de transitie naar een nieuw evenwicht het risico loopt van een beperktere beschikbaarheid van hypothecair krediet door banken (figuur 5.2).[104] Bovendien zullen de extra kapitaalkosten, wanneer ze kunnen worden doorberekend, leiden tot een hogere hypotheekrente.

Figuur 5.2 Hypotheekverstrekking door banken daalt nog steeds

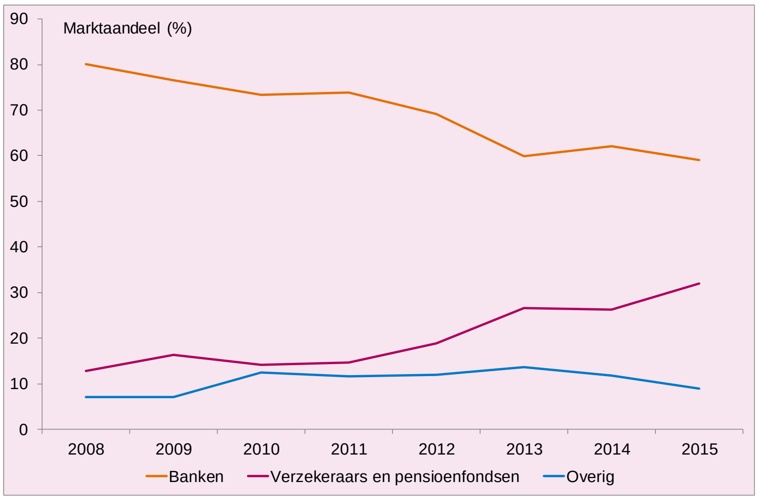


Bron: DNB.

[100] Zie IMF (2014), Kingdom of the Netherland, Country Report no 14/328 (link)
[101] Zie bijvoorbeeld Rabobank (2016), Nieuwe plannen uit Bazel: risicomodel buitenspel, kredietverlening in de knel?, Special 8 maart 2016 (link), IG&H (2015), Hypotheekupdate Q4 2015 (link) en KPMG (2015), The state of Dutch banks in 2015. (link)
[102] Zie Verhoeven, S. (2016), Waarom Nederlandse banken de nieuwe Bazelse kapitaalvloer vrezen, *Banking Review* (link)
[103] Zie Marinova, K., S. van Veldhuizen en G. Zwart (2014), Bank recapitalization, CPB Achtergronddocument. (link)
[104] Zie Rabobank (2016), Aanpassing banken aan Basel III en impact op kredietverlening, Themabericht 4 april 2016. (link)

Er zijn recente positieve ontwikkelingen op de Nederlandse hypotheekmarkt. Terwijl het aandeel van banken in de nieuwe hypotheekproductie daalde van 80% voor de kredietcrisis naar bijna 60%, is hun plaats ingenomen door pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Het marktaandeel van institutionele beleggers, en dan met name verzekeraars, verdubbelde in die periode, zie figuur 5.3. Hier spelen twee mechanismen. Ten eerste heeft de Rabobank vooruitlopend op scherpere kapitaaleisen een deel van haar hypotheekportefeuille verkocht aan een verzekeraar.[105] Een tweede mechanisme is dat door de renteontwikkeling het rendement op hypotheken hoger is dan het rendement op staatsobligaties, waardoor zij een aantrekkelijke belegging vormen.[106] Hoewel deze ontwikkelingen positief zijn voor de diversiteit van aanbieders op de hypotheekmarkt, blijft wel de vraag of institutionele beleggers op de lange termijn actieve aanbieders blijven. Enerzijds valt niet uit te sluiten dat wanneer marktrentes en rendementen normaliseren institutionele beleggers hypothecaire kredietverlening verruilen voor andere beleggingen. Anderzijds, als de minimumvloer voor de risicogewichten omhooggaan, kan dat de hypotheekrentes omhoogdrijven, waardoor hypothecaire kredietverlening ook bij normaliserende marktrentes aantrekkelijk kan blijven voor institutionele beleggers. Wanneer het hypotheekaanbod door institutionele beleggers blijft toenemen, zouden de gevolgen voor de woningmarkt beperkt kunnen blijven.

Figuur 5.3 Marktaandeel banken in nieuwe hypotheken daalt



Bron: IG&H, DNB, CPB.

---

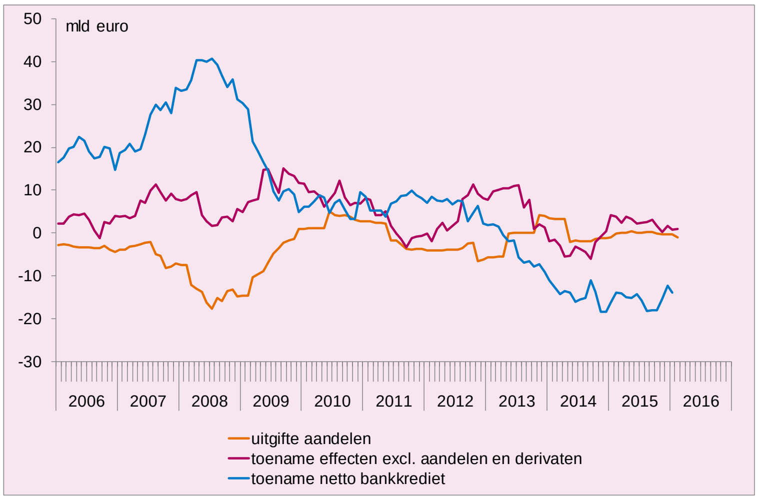
105 Zie Rabobank (2016), Rabobank reduceert balans door verkoop deel hypotheekportefeuille, Persbericht 31 maart 2016. (link)

106 Zie DNB (2015), Verdere groei hypotheekportefeuille verzekeraars, Statistisch Nieuwsbericht (link) en DNB (2015), Hypotheken nemen in omvang toe, Statistisch Nieuwsbericht (link).

Kredietverlening door Nederlandse banken daalt nog steeds

Bancair krediet is de belangrijkste financieringsbron voor niet-financiële bedrijven. Vooral het mkb is afhankelijk van bancair krediet.[107] De laatste jaren is de uitgifte van nieuwe aandelen en obligaties op een laag niveau aanbeland (figuur 5.4). Daarmee hebben deze financieringsvormen geen alternatief kunnen bieden voor afnemende kredietverlening. De bancaire kredietverlening is sinds vorig jaar met ongeveer 4% afgenomen. In het jaar tot januari 2016 betekende dit een afname van de uitstaande kredieten met 14 mld euro. Overigens kunnen bedrijven ook investeringen financieren door ingehouden winsten uit het verleden. Ondanks dalende kredietverlening en lage uitgifte van aandelen en obligaties zijn de investeringen in 2015 toch gegroeid. In dit kader werkt de Europese Commissie aan een kapitaalmarktunie, waarbij financiering buiten het bankwezen, via de kapitaalmarkten wordt gestimuleerd.

Figuur 5.4 Financieringsbronnen voor niet-financiële bedrijven



Bron: ECB.

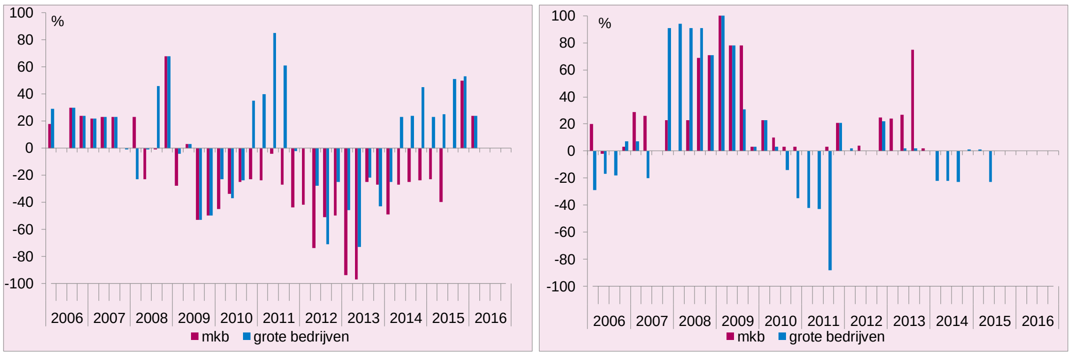
Zowel grote bedrijven als mkb geven nu aan meer krediet aan te willen gaan, zie figuur 5.5. De kredietvraag van grote bedrijven neemt al sinds begin 2014 toe, bij het mkb is de kredietvraag in de tweede helft van 2015 toegenomen. Dit laatste ondanks relatief hoge rentetarieven. Toch blijft de kredietverlening afnemen. De banken hebben hun acceptatiecriteria voor de grote bedrijven minder streng gemaakt in vooral 2014, ze zijn nu al enige tijd constant. Banken noemen de concurrentie van andere banken, overige financiële instellingen en marktfinanciering en afgenomen risicoperceptie als redenen om de acceptatiecriteria te versoepelen voor grote bedrijven.

---

[107] Zie Bijlsma, M., S. van Veldhuizen en B. Vogt (2016), Naar meer niet-bancaire financieringsbronnen voor het mkb, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 90(3): 88-95. (link)

Een belangrijke vraag blijft of Nederlandse mkb voldoende toegang tot financiering heeft. Uit micro-onderzoek blijkt dat vooral kleine bedrijven getroffen zijn door de crisis en dat een deel van het mkb er structureel niet goed voor staat.[108] Tegelijkertijd maakten banken de acceptatiecriteria voor het mkb strenger in 2013, en hebben ze daarna niet meer aangepast. Banken noemen de toegenomen risicoperceptie als belangrijkste reden.[109] De afhankelijkheid van bankfinanciering kan worden doorbroken door de fiscale stimulans voor schuldfinanciering te verminderen, zodat bedrijven meer eigen vermogen opbouwen. Een hoger eigen vermogen vervangt de prikkels voor prudent gedrag van bankmonitoring en faciliteert op die manier een overschakeling van bank- naar marktfinanciering.[110]

Figuur 5.5 Kredietvraag neemt toe (links), acceptatiecriteria al enige tijd niet aangepast (rechts) (saldo van percentage positieve en negatieve antwoorden)

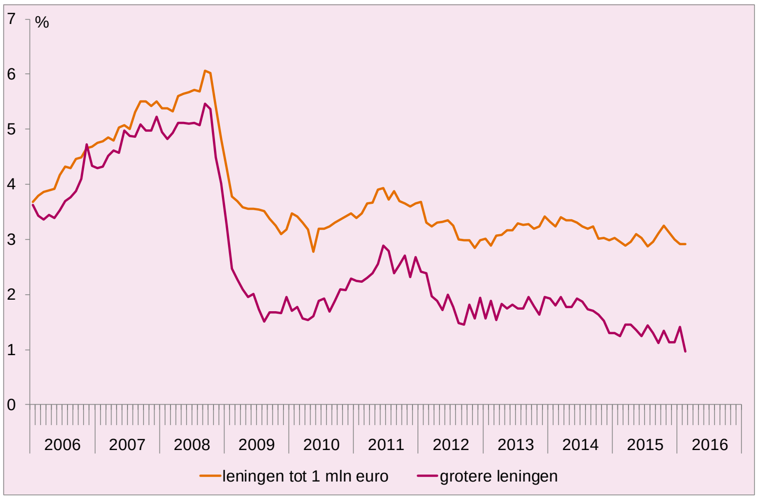


Bron: ECB.

De rente op Nederlandse bankleningen met een korte rentevaste periode is de afgelopen jaren gedaald en is nu ongeveer 1% voor leningen boven de één miljoen euro (figuur 5.6). Dit zou de doorwerking van de negatieve beleidsrente van de ECB kunnen zijn, daarnaast zijn de rendementen op veel staatsobligaties voor korte periodes negatief. Voor bankleningen onder de één miljoen euro is de rente al een aantal jaren stabiel rond de 3%. Het is niet te zeggen hoe hoog deze rente was geweest zonder interventies van de ECB. Wel kunnen we vaststellen dat het verschil tussen kleine en grote leningen recentelijk verder oploopt.

[108] Zie Van Veldhuizen, S., N. van Beers en R. Mocking, De financiële positie van het midden- en kleinbedrijf in Nederland, CPB Notitie 27 juni 2014. (link)
[109] Zie ECB (2016), *The euro area bank lending survey*, april 2016. (link)
[110] Zie Bijlsma, M., S. van Veldhuizen en B. Vogt (2016), Naar meer niet-bancaire financieringsbronnen voor het mkb, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol 90(3): 88-95. (link)

Figuur 5.6 Rente voor bankleningen aan Nederlandse bedrijven met korte vaste renteperiode



Bron: ECB.

Ook hogere rente brengt risico's met zich mee

Wanneer de rente toeneemt, heeft dit in eerste instantie gevolgen voor partijen met schulden. Voor de Nederlandse overheid zou een 1% hogere rente op termijn ongeveer 0,6% bbp hogere rente-uitgaven betekenen. Voor huishoudens nemen de rentelasten op nieuwe hypotheken toe.[111] Voor bedrijven stijgen de financieringskosten van investeringen. Pensioenfondsen zullen de waarde van hun obligatieportefeuille zien dalen, maar de waardering van toekomstige verplichtingen daalt meer. Daarom zullen ze over het algemeen hun dekkingsgraden zien toenemen. Instellingen die grote obligatieportefeuilles aanhouden kunnen flinke verliezen leiden bij een stijgende rente. Wanneer dit banken betreft, zou dit gevolgen kunnen hebben voor hun eigen vermogen en dit kan weer doorwerkingen hebben op de reële economie.

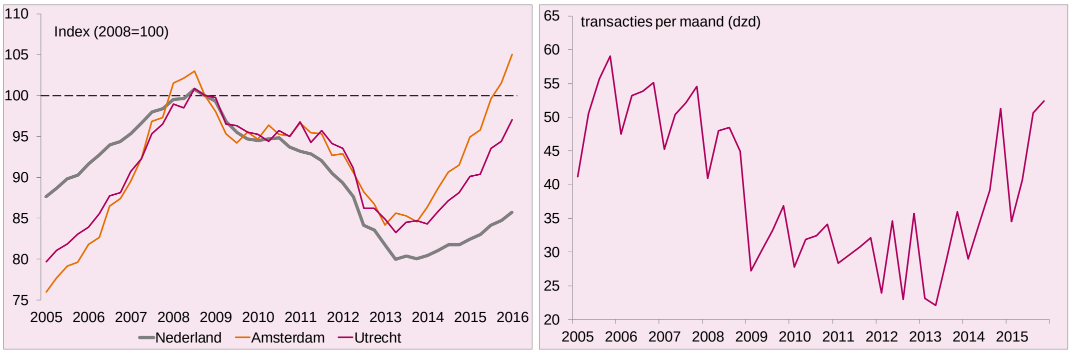
De huizenmarkt en financiële situatie van Nederlandse huishoudens

Het herstel op de huizenmarkt zet door, gestuwd door een toenemend vertrouwen en de lage rente. Het herstel van de woningmarkt zette zich ook in 2015 door. De huizenprijzen groeiden met 3,1 procent ten opzichte van 2014, zie figuur 5.7 (links). In 2016 en 2017 kunnen huizenprijzen in een nog iets hoger tempo stijgen. Oorzaken zijn een krappere markt en een nog niet volledig herstelde nieuwbouwproductie, wat het aanbod van woningen de komende jaren beperkt.[112] Ook het aantal transacties groeide met 16% fors in 2015, zie figuur 5.7 (rechts). De komende tijd zal het aantal transacties in steeds meer regio's het evenwichtsniveau benaderen, waardoor

[111] DNB heeft berekend dat wanneer de hypotheekrente ongeveer zou verdubbelen ten opzichte van de huidige rente, dit voor bestaande hypotheken tot een gemiddelde stijging van de netto hypotheekuitgaven van 110 euro per maand zou leiden, zie DNB (2016), *Overzicht Financiële Stabiliteit*, voorjaar 2016 (link). Rabobank gaat in zijn scenario over een periode van tien jaar uit van maximaal 200 euro aan extra hypotheeklasten, zie Rabobank (2016), Wie krijgt last van de stijgende hypotheekrente?, *Themabericht*, 29 april 2016. (link)
[112] Zie CPB (2016), *Centraal Economisch Plan 2016*. (link)

volgend jaar naar verwachting voor het eerst sinds de crisis weer meer dan 200 duizend woningen van eigenaar zullen wisselen.[113]

Figuur 5.7 Huizenprijsindices in Nederland, Amsterdam en Utrecht (links) en aantal transacties (rechts).



Bron: CBS, CPB.

Grote regionale verschillen kenmerken het herstel op de woningmarkt. Buiten de Randstad herstellen prijzen zich minder sterk en staan huizen veelal lang te koop. De prijsontwikkeling in Utrecht en Amsterdam loopt voorop, zie figuur 5.7 (links). De huizenmarkt in Amsterdam lijkt oververhit. Tegen de landelijke trend in daalde, in vergelijking met een jaar eerder, het aantal transacties in Amsterdam met 2%. Landelijk steeg het aantal transacties met 20%. De oorzaak is een tekort aan nieuw aanbod op de Amsterdamse markt om aan de vraag te kunnen voldoen.[114] Prijzen in Amsterdam stijgen hierdoor sterker, en tegelijkertijd daalt de verkooptijd van woningen in Amsterdam. Een woning in Amsterdam kent een verkooptijd van gemiddeld 29 dagen, tegenover 108 dagen landelijk.[115]

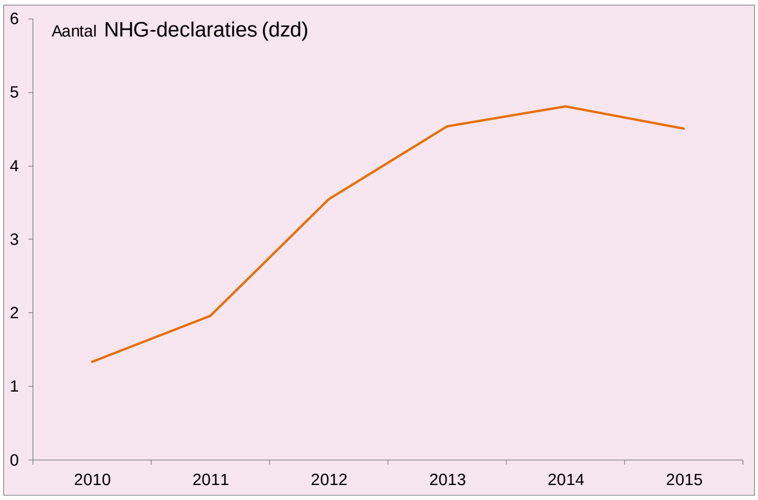
Het aantal huishoudens dat 'onder water' staat neemt af door stijgende huizenprijzen en vrijwillige aflossingen, maar een deel van de hypothekenvoorraad zal nog geruime tijd onder water blijven staan. Begin 2016 hebben ruim 900 duizend huishoudens een hypotheek die hoger is dan de waarde van de eigen woning, tegenover ruim 1,5 miljoen in 2014.[116] Nederlandse huishoudens losten in 2013 en 2014 ruim 29 mld euro extra af op hypotheken. Slechts in 11% van de gevallen leidde dit ertoe dat een hypotheek weer boven water kwam.[117] Als de huizenprijzen de komende jaren met 2 tot 3% per jaar blijven stijgen, dan zullen in 2020 nog steeds 250 tot 350 duizend van

[113] Zie CPB (2016), *Centraal Economisch Plan 2016*. (link)
[114] Zie NVM (2016), *Analyse woningmarkt van de bestaande koopwoningen*, 1e kwartaal 2016. (link)
[115] Zie NVM (2016), *Analyse woningmarkt van de bestaande koopwoningen*, 1e kwartaal 2016. (link)
[116] Het gaat hierbij om huishoudens waarbij de waarde van de woning lager is dan de fiscale hypotheekschuld. Bij de fiscale hypotheekschuld is geen rekening gehouden met opgebouwde tegoeden bij spaar- en beleggingshypotheken. Het CBS kan deze tegoeden niet waarnemen.
[117] Zie DNB (2015), Extra aflossingen dragen maar beperkt bij aan daling aantal onderwaterhypotheken, *DNBulletin* 15 oktober 2015. (link)

deze hypotheken onder water staan.[118] Onder water staan hoeft geen probleem te zijn zolang huishoudens niet verhuizen en hun schuldenlasten kunnen betalen. Recent empirisch onderzoek laat zien dat huishoudens die onder water komen te staan een 18% kleinere kans hebben om te verhuizen.[119]

Betalingsproblemen bij hypotheken nemen verder af, maar betalingsachterstanden op overige schulden blijven zorgelijk Het aantal ingediende NHG-declaraties, een indicator voor de ontwikkeling van betalingsproblemen bij hypotheken, neemt in 2015 voor het eerst af, zie figuur 5.8. De daling zet door in het eerste kwartaal van 2016 waar 16% minder declaraties werden ingediend.[120] Een zorgelijke ontwikkeling is wel dat de betalingsachterstanden op de 'overige schulden', dat zijn huur, energie en zorgpremies, en consumptief krediet, in snel tempo stijgen. De betalingsachterstanden liepen op van ongeveer 5 mld euro voor de crisis tot ruim 60 mld euro eind 2014. In vergelijking met de hypotheekschuld is de omvang hiervan klein, maar juist deze schulden zijn sterk gestegen en moeten veelal op korte termijn worden afgelost. Oplopende betalingsachterstanden kunnen leiden tot problemen als huisuitzetting en teruglopende huuropbrengsten. Hier ligt een rol voor schuldhulpverlening en herstructurering voor consumentenschuld. Het doorvoeren van veranderingen in faillissementswetgeving voor consumenten kan de samenleving meer schokbestendig maken.[121]

Figuur 5.8 Aantal NHG declaraties neemt af



Bron: NHG, CPB.

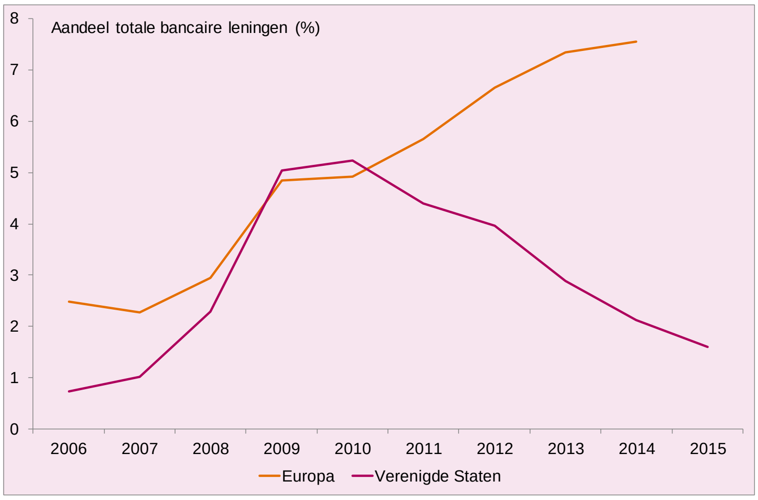
---

[118] Zie DNB (2015). Extra aflossingen dragen maar beperkt bij aan daling aantal onderwaterhypotheken, *DNBulletin* 15 oktober 2015. (link)
[119] Zie Van Veldhuizen, S., B. Vogt en B. Voogt (2016), Negative home equity and household mobility: Evidence from administrative data, CPB Discussion Paper 323. (link)
[120] Zie WEW (2016), Kwartaalcijfers – 1e kwartaal 2016, Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen. (link)
[121] Zie Beers, N. van en M.J. Bijlsma (2013), Afbouw van consumentenschuld - welke rol voor de overheid?, CPB Achtergronddocument. (link)

6 Nog werk aan de winkel met betrekking tot Europese instituties

Europese en Amerikaanse beleidsmakers verschilden behoorlijk in hun aanpak van de bancaire problemen die ontstonden na de mondiale financiële schok van 2007-2008. De aanpak in de Verenigde Staten bestond uit een combinatie van strenge stresstests en daaraan gekoppelde krachtige en gedwongen herkapitalisatie van banken. Sindsdien hebben zich in de Verenigde Staten geen indicaties van systeemrisico's voorgedaan. De crisis in Europa verergerde eind 2009 door de negatieve wisselwerking tussen overheden en banken. De onderliggende tekortkomingen in het grensoverschrijdend bankentoezicht werden pas geadresseerd toen de eurozone-leiders met hun rug tegen de muur medio 2012 het raamwerk van een bankenunie uit de grond stampten.[122] Het bancaire systeem in Europa bleef ook daarna tekenen van fragiliteit vertonen. Het aandeel probleemleningen is een indicator van de gezondheid van het bankwezen. Figuur 6.1 laat zien dat de aanpakken in Europa en Amerika divergerende trends van probleemleningen opgeleverd hebben.

Figuur 6.1 Divergerende trends in het aandeel probleemleningen in de VS en de eurozone



Bron: Federal Reserve Economic Data, IMF, CPB.

Met het minder acuut worden van de eurocrisis verdween tegelijkertijd de grootste noodzaak voor verdere institutionele hervormingen. Zo is bijvoorbeeld de vicieuze cirkel tussen banken en overheden voorlopig nog intact. Dit illustreert het risico dat de ingeslagen weg van het versterken van de Europese bankenunie niet tot het einde wordt doorgezet. Dit speelt op vijf terreinen: een onvoltooide opschoning van het bankensysteem, onzekerheid over resolutie van Europese banken, onduidelijkheid

[122] Zie Blanchard, O. en A.S. Posen (2016), Reality check for the global economy, PIIE Briefing 16-3. (link)

over CoCo's, onzekerheid over Europees DGS en onvoltooide harmonisatie van bankregelgeving. Tot voor kort leken financiële markten deze risico's niet te erkennen. In deze context bezien kan de recente marktvolatiliteit mogelijk een verlate erkenning van deze risico's betekenen in plaats van onzekerheid als gevolg van nieuwe risico's.

Onvoltooide opschoning Europese bankbalansen

Ondanks de operationalisering van het Europees bankentoezicht eind 2014 blijven er door recente problemen in het Italiaanse bankwezen twijfels bestaan over de soliditeit van het Europese bankwezen. Voor de operationalisering van het Europees toezicht legde de ECB alle banken waarop zij direct toezicht zou gaan houden langs dezelfde lat met de Comprehensive Assessment.[123] De financiële markten beschouwden dat hiermee het Europees bankensysteem geschoond was van haar problemen. Het beeld kantelde nadat in november 2015 vier kleine Italiaanse banken, Banca Popolare dell'Etruria in Arezzo, Banca Marche in Ancona en twee lokale spaarbanken in Chieti en Ferrara, in crisis raakten. Het bankentoezicht op deze banken is de directe verantwoordelijkheid van de Italiaanse centrale bank. Dit geldt evenzo voor de ongeveer 3300 kleinere bankgroepen in Europa; deze vallen onder de directe verantwoordelijkheid van nationale banktoezichthouders. De ECB houdt indirect toezicht op kleinere banken en waarborgt op die wijze toepassing van de nieuwe (en strengere) prudentiële eisen voor banken.[124]

Het aantal probleemleningen is niet alleen bij de vier banken een probleem. Volgens het IMF kampt het Italiaanse bankwezen met ongeveer 330 mld euro aan probleemleningen, qua omvang bijna een kwart van het bbp en bijna 17% van de uitstaande bancaire lening portefeuille.[125] Veel probleemleningen in Italië zitten bij regionale coöperatieve banken, waarvan het land er vele honderden telt. Vanwege de Europese bail-in regels, die beogen dat de kosten van falende banken in eerste instantie bij private partijen terechtkomen in plaats van bij de overheid, kon de Italiaanse regering deze banken niet ondersteunen met staatsleningen. Om de zorgen over de stabiliteit van het Italiaanse bankensysteem weg te nemen, heeft Italië een speciaal fonds opgezet, ter waarde van vijf mld euro, dat voorziet in de mogelijkheid voor zwakke banken om NPLs tegen netto boekwaarde (bruto boekwaarde minus voorziening) over te brengen naar een afzonderlijk securitisatievehikel.[126] Omdat grote Italiaanse systeembanken dit fonds met circa twee mld euro aan ingehouden winsten financieren, kan hierdoor een nieuwe bron van systeemrisico voor het Europese bankwezen ontstaan. Immers, de ingehouden winst die in het noodfonds wordt gestopt kunnen de Italiaanse systeembanken niet langer gebruiken om hun eigen buffers aan te vullen. Verliezen in het noodfonds zullen Italiaanse

---

[123] Zie ECB (2014), Aggregate Report on the Comprehensive Assessment. (link)
[124] Zie bijvoorbeeld deze speech van Sabine Lautenschläger van 22 februari 2016.
[125] Zie Jassaud N. en K. Kang (2015), A strategy for developing a market for nonperforming loans in Italy, IMF Working Paper 15/24. (link)
[126] Zie Europese Commissie (2016), Case SA.43390 (2016/N) - Italy - Italian securitisation scheme. (link)

systeembanken moeten afschrijven. Dit kan een systeemschok naar het Europees bankwezen teweeg brengen.[127] Daarnaast zal dit noodfonds de problemen in het Italiaanse bankwezen naar verwachting beperkt wegnemen, omdat de Europese mededingingsautoriteiten hebben bepaald dat de overdracht van probleemleningen niet boven de marktprijs mag plaatsvinden. Er zullen dus alsnog afschrijvingen plaats moeten vinden.

Het afschrijven van probleemleningen zal Italiaanse huishoudens financieel raken. Italiaanse huishoudens financieren het bankwezen grotendeels met deposito's en bankobligaties. De Italiaanse overheid maakte tot 2012 investeringen van huishoudens in Italiaanse bankobligaties fiscaal aantrekkelijk.[128] Het gevolg is dat Italiaanse huishoudens voor ongeveer 200 mld euro aan bankobligaties bezitten die het risico lopen afgeschreven te worden onder de nieuwe Europese bail-in regels.[129]

Naast Italië hebben Duitsland en Oostenrijk ook veel kleine banken die niet onder het directe toezicht van de ECB vallen. De kleine banken in Duitsland en Oostenrijk verschillen met de Italiaanse door de aanwezigheid van Institutionele Protectiestelsels (IPS). De IPS-en zijn private garantiefondsen op nationaal niveau die hun leden ondersteunen in geval van problemen, of financiële risico's overnemen in het geval van onvoorziene zwakheden bij een individueel lid. Momenteel zijn er geen aanwijzingen dat de levensvatbaarheid van dergelijke banken in Oostenrijk en Duitsland onder druk zou staan. Echter, de winst vóór belastingen van de Duitse kleine banken zal naar verwachting dalen met ongeveer 25% door de toenemende kosten van de lage rente.[130] Voor er verdere integratie van de bankenunie gaat plaatsvinden is het belangrijk dat er voldoende duidelijkheid is over de gezondheid van de balansen van kleine banken en onherstelbare verliezen worden erkend. Nieuwe problemen kunnen het vertrouwen in Europese financiële instellingen verdere schade toebrengen. De problemen bij de kleinere Italiaanse banken onder nationaal toezicht vereisen ontegenzeggelijk op korte termijn een slagvaardige aanpak.

Aanhoudende onzekerheid over toekomstig crisis management en resolutie

De bankcrisis management en resolutie raamwerken in Europa zijn grotendeels onbeproefd en moeten zich nog bewijzen. De Europese richtlijn voor herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) schrijft voor hoe bankresolutieprocessen vanaf nu gaan lopen. De meeste landen hebben de BRRD geïmplementeerd in nationale wetgeving, zie Tabel 6.1.

---

[127] Zie Fitch (2016).
[128] Zie IMF (2015), Italy: Financial System Stability Assessment, IMF Country Report No. 13/300. (link)
[129] Zie Europese Commissie (2014), Bank Recovery and Resolution Directive. (link)
[130] Zie Bundesbank (2015), Results of the survey on the profitability and resilience of German credit institutions in a low-interest-rate setting, persbericht 18 september 2015. (link)

Ondanks de invoering van een gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme (Single Resolution Mechanism, SRM), blijven verschillen en dus onzekerheid bestaan over de afwikkeling van eurozone banken. De SRB is direct verantwoordelijk voor de voorbereiding (het opstellen van afwikkelplannen) en, indien nodig, de afwikkeling van grensoverschrijdende groepen en de banken die onder direct toezicht van de ECB staan. De nationale afwikkelingsautoriteiten dragen de verantwoordelijkheid voor de overige banken en beleggingsondernemingen.[131] Hierdoor vallen verschillen tussen landen in de afwikkeling van eurozone banken niet volledig uit te sluiten. Temeer ook omdat BRRD de wettelijke verplichting kent dat in een resolutie geen enkele crediteur slechter af mag zijn dan als de bank door een gerechtelijke insolventieprocedure was gegaan. Zolang insolventieprocedures in eurozonelanden van elkaar verschillen, betekent dit ook dat resoluties van niet-SSM banken, waarbij het resolutiefonds niet wordt aangesproken, tussen eurozonelanden van elkaar afwijken en er dus onzekerheid kan blijven bestaan over de afwikkeling van eurozonebanken.

Tabel 6.1 Implementatiestatus BRRD per 1 januari 2016

Volledig geïmplementeerd	Grotendeels geïmplementeerd	Deels geïmplementeerd	Nog niet geïmplementeerd
Oostenrijk	België	Slovenië	IJsland*
Bulgarije	Finland	Cyprus	Liechtenstein*
Tsjechië	Frankrijk	Polen	Noorwegen*
Denemarken	Zwitserland**		
Estland			
Duitsland			
Gibraltar			
Griekenland			
Hongarije			
Ierland			
Italië			
Kroatië			
Letland			
Litouwen			
Luxemburg			
Malta			
Nederland			
Portugal			
Roemenië			
Slowakije			
Spanje			
VK			
Zweden			

*EEA lidstaten die niet verplicht zijn de BRRD tot 2016 te implementeren.
** Zwitserland is niet verplicht het BRRD te implementeren maar heeft een regime dat op de BRRD lijkt.
Bron: ISDA.

[131] Zie Kamerbrief over werking van het SRM, 23 februari 2015. (link)

De ‘bail-in’ van institutionele investeerders in Novo Banco van eind december bracht een deel van deze onzekerheden in beeld. Novo Banco is de voortzetting van de gezonde onderdelen van de in augustus 2014 omgevallen Banco Espirito Santo. Om de financiële positie van Novo Banco te verbeteren, besloot de Portugese centrale bank in december 5 van de 52 grootste obligaties in Novo Banco onder te brengen in de ‘bad bank’. De bezitters van de obligaties die zijn verplaatst kregen opeens te maken met verliezen van bijna 2 mld euro. Immers, obligaties in een bad bank verliezen vrijwel altijd in één klap hun gehele waarde doordat een ‘bad bank’ per definitie geen goed onderpand biedt. Eind april schorste een Portugese rechter voorlopig het besluit van de Portugese centrale bank om de vijf obligaties in een ‘bad bank’ te plaatsen.[132]

Uitgifte van CoCo’s stijgt, maar ook potentiele nieuwe bron van systeemrisico

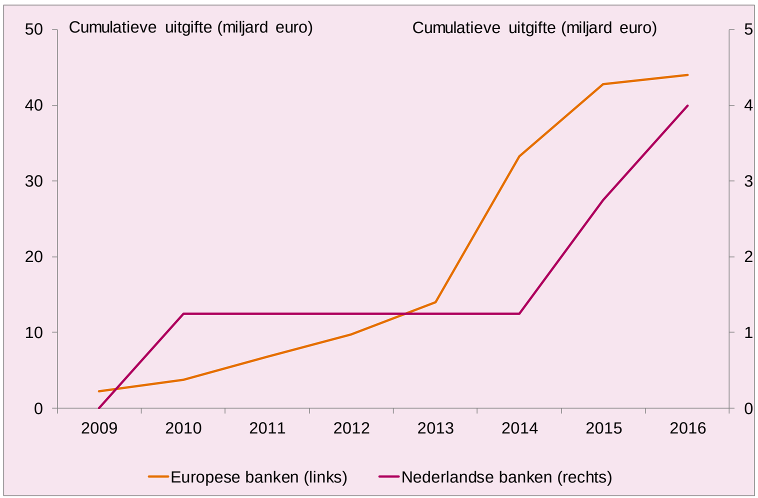
Voornamelijk Europese banken geven Contingent Convertibles (CoCo’s) uit. CoCo’s zijn achtergesteld schuldpapier voorzien van een contractuele clausule die uiteenzet onder welke voorwaarden de hoofdsom van de CoCo converteert in een afschrijving van de hoofdsom of converteert in aandelenkapitaal. CoCo’s vergroten op deze manier het verlies-absorberende vermogen van banken. Voornamelijk Europese banken geven CoCo’s uit vanwege de gunstige fiscale behandeling: vrijwel alle Europese landen behandelen CoCo’s als vreemd vermogen met een fiscaal aftrekbare coupon.[133] In de Verenigde Staten is de coupon van CoCo’s, fiscaal niet aftrekbaar, wat mogelijk verklaart waarom Amerikaanse banken geen gebruik van CoCo’s maken. In 2014 bestond meer dan een derde van de nieuw uitgegeven obligaties van Europese banken uit CoCo’s. Schattingen geven aan dat Europese banken tot en met 2016 in totaal meer 50 mld euro aan CoCo’s hebben uitgegeven (zie Figuur 6.2).

Enerzijds versterken CoCo’s bankbuffers, maar anderzijds suggereert economische theorie dat ze kunnen bijdragen aan een nieuwe bron van systeemrisico. Op het moment dat de toezichthouder van een bepaalde bank eist een CoCo om te zetten in aandelen, of af te schrijven, dan zendt de toezichthouder een sterk en geloofwaardig negatief signaal naar de markt en de depositohouders. Het afschrijven of omzetten in aandelen geeft de bank in eerste instantie wel lucht, maar depositohouders zullen er veelal niets aan hebben. CoCo’s zijn per definitie al achtergesteld aan deposito’s, dus de omzetting vormt voor de spaarders geen directe verbetering van hun claim zolang er geen vers kapitaal in de bank stroomt. Het enige signaal wat de depositohouders bereikt, is dat de bank onvoldoende solide blijkt. Met als mogelijk gevolg een bankrun. Andere banken met vergelijkbare bezittingen zouden vergelijkbare problemen kunnen hebben. Voor spaarders bij de andere banken kan dit noodsignaal een teken zijn om ook hun geld op te nemen. Op deze manier kunnen de CoCo’s bijdragen aan een nieuwe bron van systeemrisico.[134]

---

[132] Zie dit artikel.
[133] Zie Kamerbrief ‘Fiscale behandeling van contigent convertibles’, 5 november 2015. (link)
[134] Zie Chan, S. en S. van Wijnbergen (2014), Coco’s, contagion and systemic risk, Tinbergen Institute Discussion Paper 14-110/VI/DSF 79. (link)

Figuur 6.2 Uitgifte van CoCo Bonds stijgt



Bron: Datastream, CPB.

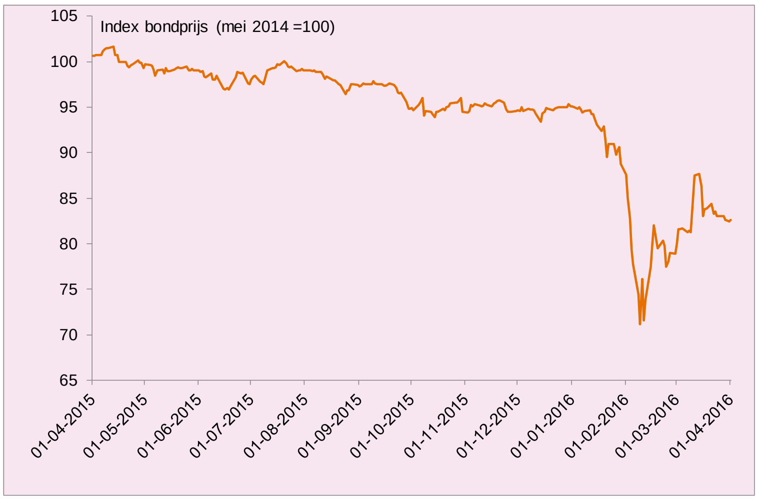
Ook kunnen CoCo's de zittende aandeelhouders aanzetten tot het nemen van meer risico.[135] Dit geldt in het bijzonder voor CoCo's die worden afgeschreven na een kapitaalschok. Aandeelhouders profiteren als de bank een CoCo afschrijft, omdat dit de aflossingsplicht van de bank vermindert. Aandeelhouders zullen in slechte tijden dus liever het moment afwachten dat er op een CoCo moet worden afgeschreven, dan dat ze nieuw aandelenkapitaal willen uitgeven.[136]

CoCo's zijn in de praktijk nog niet getest, waardoor het lastig valt te voorspellen in hoeverre bovenstaande risico's zich daadwerkelijk zullen materialiseren. Dat ze in korte tijd behoorlijke volatiliteit kunnen veroorzaken illustreerde twee opeenvolgende gebeurtenissen. Vlak voor de Kerst verduidelijkte de Europese Bankenautoriteit (EBA) de vereisten waaraan banken moeten voldoen voordat ze dividenden en couponrentes op AT1 kapitaal, waaronder CoCo's, mogen uitbetalen.[137] Met andere woorden, de rentecoupon op CoCo's werd in sommige gevallen opeens onzekerder. Kort daarna publiceerde Deutsche Bank tegenvallende resultaten en kwam zij dicht in de buurt van het niet kunnen betalen van couponrentes op haar CoCo's. De CoCo's van Deutsche bank daalden aanzienlijk in waarde tot 71% van de uitgiftekoers, zie Figuur 6.3, al heeft deze koers zich weer deels hersteld. Overigens zijn CoCo's bedoeld om verliezen te absorberen en indien nodig de kapitaalpositie

[135] Zie Berg, T. en C. Kaserer (2015). Does contingent capital induce excessive risk-taking?, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 24(3): 356-385. (link)
[136] Zie Martynova, N. en E. Perotti (2015), Convertible bonds and bank risk-taking, DNB Working Paper 480 (link), en Chan, S. en S. van Wijnbergen (2014), Cocos, contagion and systemic risk, Tinbergen Institute Discussion Paper 14-110/VI/DSF 79.(link)
[137] Zie EBA (2015), Opinion of the European Banking Authority on the interaction of Pillar 1, Pillar 2 and combined buffer requirements and restrictions on distributions, EBA/Op/2015/24. (link)

van een bank te versterken. Het niet-uitbetalen van de coupon is daarbij een mogelijkheid waarvan banken gebruik mogen maken.

Figuur 6.3 Geïndexeerde CoCo-prijzen van Deutsche bank



Bron: CPB, Datastream.

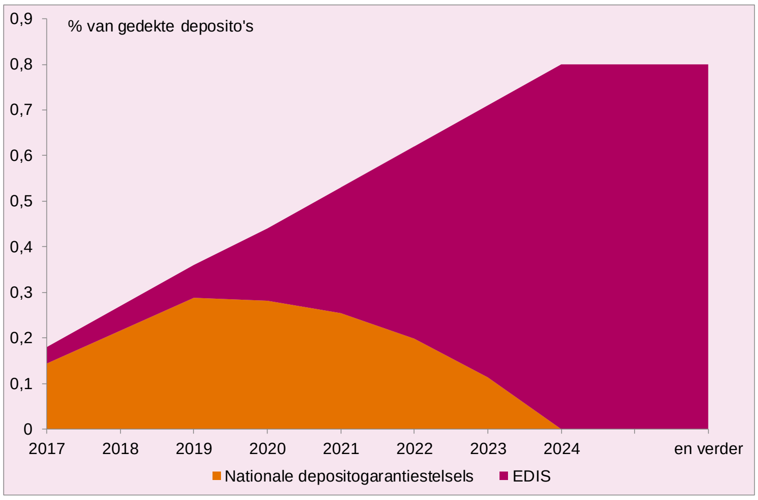
Aanhoudende onzekerheid over een Europees DGS

Een Europees DGS is noodzakelijk om de sterke wisselwerking tussen banken en overheden, die als achtervang voor de deposito's van banken opereren, te verminderen. Zolang deze wisselwerking nog intact blijft, bestaat het risico van een bankrun op een noodlijdende bank in het ene land, waarbij spaarders hun deposito's verplaatsen naar banken in andere landen met regelingen die meer vertrouwen wekken. De invoering van het afwikkelingskader en het gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme hebben dit risico verkleind, maar niet volledig weggenomen. Op dit moment regelt de *Deposits Guarantee Scheme Directive* de financiering van depositogarantiestelsels in Europa. Binnen elke EU-lidstaat geldt een dekkingsniveau van 100 duizend euro per depositohouder per bank. Ook moet elke EU-lidstaat een fonds opbouwen ter hoogte van 0,8% van de gegarandeerde deposito's en draagt de nationale overheid zorg voor adequate alternatieve financiering indien het fonds ontoereikend blijkt.

Als sluitstuk van de bankenunie lanceerde de Europese Commissie in november 2015 een voorstel voor de creatie van een *European Deposit Insurance Scheme* (EDIS). EDIS verschilt van een volwaardig Europees DGS, omdat enkele belangrijke functies nationaal geregeld blijven, zoals de beoordeling van aanspraken op de depositogarantie. De Europese Commissie stelt een transitie van nationale naar Europese financiering voor in drie fasen. De eerste fase, tussen 2017 en 2020, bestaat uit een herverzekeringssysteem, waarbij nationale DGS'en, als haar eigen vooraf opgebouwde middelen uitgeput zijn, een gedeeltelijk beroep kunnen doen op het Europees depositogarantiefonds. In de tweede fase, tussen 2020 en 2024, schakelt EDIS over op een systeem van co-financieren, waarbij EDIS direct meebetaalt aan de

financiering van de nationale DGS'en. In deze fase neemt de EDIS-bijdrage per jaar geleidelijk toe (in gelijke stappen van 20%). Vanaf 2024 breekt dan de derde fase van volledige financiering door EDIS aan, waarbij de nationale depositogarantiefondsen dekking volledig voor rekening komt van EDIS, zie Figuur 6.4. Het EDIS-fonds zal worden ondergebracht bij de SRB, die binnen de bankenunie verantwoordelijk is voor de afwikkeling van Europese banken.

Figuur 6.4 Evolutie van EDIS



Bron: Europese commissie, CPB.

EDIS heeft op termijn voordelen voor de financiële stabiliteit in Nederland. Bij de nationalisatie van SNS was een van overwegingen dat bij een faillissement de overige deelnemende banken aan het depositogarantiestelsel de verliezen die voortkomen uit het DGS, zijnde het verschil tussen de door het DGS gegarandeerde deposito's en de vergoeding uit de boedel van SNS Bank, moeten dragen. Deze verliezen werden geschat op ongeveer 5,3 mld euro. DNB noemde, gelet op de toenmalige marktomstandigheden een dergelijk verlies voor de overige deelnemende banken onverantwoord groot. Naast dit verlies geldt dat na het faillissement van SNS en toepassing van het DGS de overige Nederlandse banken een onzekere claim van ongeveer 30 mld euro op de boedel van SNS zouden hebben.[138] Die situatie vormt op zichzelf een ondermijning van de gezondheid van, en daardoor het vertrouwen in, deze banken. Dit betekent dat het DGS veranderde van een veronderstelde bron van stabiliteit in een bron van nieuwe stabiliteitsrisico's. In het EDIS-voorstel verdwijnt dit probleem voor Nederland in geval van een evident geïsoleerd falen van een systeembank.

[138] Zie Staatscourant (2013), Besluit van de Minister van Financiën van 1 februari 2013 tot onteigening van effecten en vermogensbestanddelen SNS REAAL NV en SNS Bank NV in verband met de stabiliteit van het financiële stelsel, alsmede tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen ten aanzien van SNS REAAL NV, Staatscourant nr 3018. (link)

Hoewel EDIS de financiële stabiliteit in Europa en Nederland op termijn ten goede komt, voorziet het huidige voorstel niet in alle problemen. Het belangrijkste dat ontbreekt in het huidige EDIS voorstel is een adequate achtervang voor EDIS. Alleen met een adequate achtervang kan gewaarborgd worden dat EDIS te allen tijde over financiering beschikt en er geen beroep hoeft te worden gedaan op nationale overheden. Daarnaast lost dat EDIS het huidige probleem van gefragmenteerde DGS'en in Europa op korte termijn niet op. De transitie tot een volwaardig EDIS in 2024 wordt bereikt via een systeem van co-financieren. Hierdoor blijft Europa voor lange tijd nog blootgesteld aan de risico's van een run op nationale banken. Tot slot voorziet het voorstel niet in hoe om te gaan met de ongelijke uitgangsposities van de deelnemende Europese banken. Het probleem van ongelijke uitgangsposities staat een politieke overeenkomst over verdere risicodeling binnen een Europees DGS in de weg.[139]

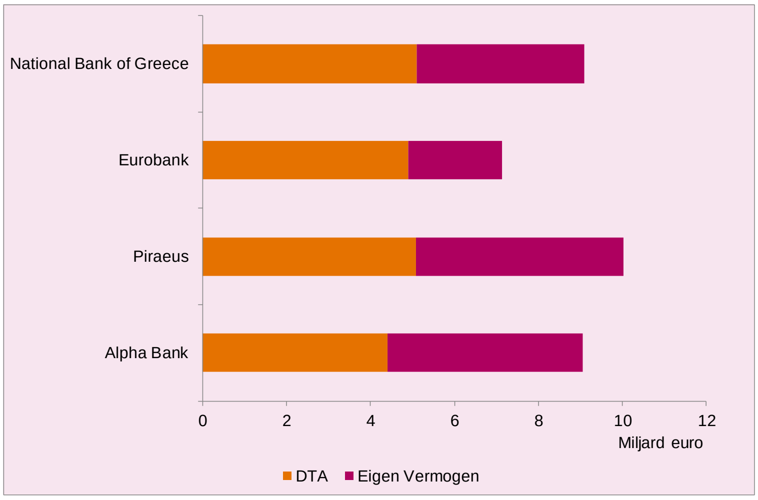
Op korte termijn verdere harmonisatie van bankregelgeving nodig

Voor een beter zicht van toezichthouders en markten op de soliditeit van Europese banken zal verdere uniformering van toezichtnormen en –standaarden nodig zijn. De prudentiële regelgeving in Europa (CRD IV/CRR) laat op verschillende punten discretie aan nationale toezichthouders. Om deze reden startte de Europese bankentoezichthouder ECB in 2015 een onderzoek naar de wijze waarop nationale toezichthouders Europese toezichtregelgeving toepassen en hoe ze interne modellen van banken beoordelen.

Nationale discretie in toezichtregelgeving leidt tot verschillen in definities van bankkapitaal. Als gevolg hiervan verschilt het kapitaal van banken tussen landen in termen van kwaliteit. Dit beperkt het risico-absorberend vermogen van Europese banken. In een aantal Europese landen spelen uitgestelde belastingkredieten (deferred tax assets; DTAs) een belangrijke rol in het kapitaal van banken. Figuur 6.5 laat zien dat bijna de helft van het kapitaal van Griekse banken bestaat uit latente belastingvorderingen.

[139] Zie Kabinetsreactie op voorstel van de Europese Commissie voor een Europees depositoverzekeringsstelsel en de mededeling "naar de voltooiing van de bankenunie". (link)

Figuur 6.5 Ongeveer helft van kapitaal Griekse banken bestaat uit latente belastingvorderingen



Bron: Financiële overzichten Griekse banken, bewerking CPB.

Verschillen in de beoordeling van interne risicomodellen door nationale toezichthouders verstoort het gelijke speelveld tussen banken. Het belangrijkste risico van het gebruik van interne modellen is dat risico's te laag worden voorgesteld en bijbehorende kapitaaleisen te laag zijn. Ook kunnen er niet-verklaarbare verschillen optreden tussen de berekende risicogewichten op basis van interne modellen, waardoor het gelijke speelveld tussen banken mogelijk wordt verstoord. Het Bazelse Comité consulteert op dit moment voorstellen om de bewegingsvrijheid van banken bij het gebruik van interne modellen, waar nodig in te perken.[140]

Daarnaast is van belang het prudentiële raamwerk in Europa verder te vervolmaken. Er zijn nog verschillende eisen welke ingevoerd moeten worden. Hierbij gaat het bijvoorbeeld om een Europese leverage ratio, waarbij Nederland in zet op 4% voor alle Europese systeembanken. Ook de *net stable funding ratio* (NSFR) moet nog worden vastgesteld om te verzekeren dat banken een adequaat niveau van stabiele, langetermijnfinanciering hebben. Empirisch onderzoek laat zien dat een NSFR de kredietverlening beperkt raakt.[141]

Een laatste belangrijke aanpassing in het Europese prudentiële raamwerk is een adequate prudentiële behandeling van staatsobligaties. Ten aanzien van de bancaire blootstellingen aan overheden spelen twee discussies: een in Bazel en een in Europa. Bazel evalueert momenteel de behandeling van staatsschuld in alle verschillende onderdelen van het Bazelse raamwerk. In Europa slingerde de ESRB vorig jaar de

---

[140] Zie BIS (2016), Reducing variation in credit risk-weighted assets - constraints on the use of internal model approaches - consultative document. (link)
[141] Zie EBA (2015), EBA report on Net Stable Funding Requirements under Article 510 of the CRR, EBA/Op/2015/22. (link)

discussie over de behandeling van staatsobligaties opnieuw aan.[142] In Europese wet- en regelgeving zijn aan staatsobligaties momenteel geen kapitaaleisen en concentratiebeperkingen verbonden. De recente ervaringen uit de eurocrisis leren dat blootstellingen aan overheden niet risicovrij zijn. Om dit risico te mitigeren zijn verschillende voor de hand liggende opties mogelijk: kapitaal aanhouden voor investeringen in staatsobligaties, en limieten stellen aan de omvang van portefeuilles van staatsobligaties. Beide opties maken banken weerbaarder, maar kunnen leiden tot herprijzing van schuldpapier van lidstaten.[143] Hier zijn twee opties denkbaar, harde en zachte limieten. Een harde limiet stelt een harde bovengrens aan de totale exposure op staatsobligaties als percentage van de balans. Een zachte limiet introduceert getrapte risicogewichten naarmate de exposure op staatsobligaties in verhouding tot de totale bankbalans toeneemt.

[142] Zie ESRB (2015), ESRB Report on the regulatory treatment of sovereign exposures, March 2015. (link)
[143] Zie Lenarcic, A., D. Mevis en D. Siklos (2016), Tackling sovereign risk in European banks, ESM discussion Paper 1. (link)